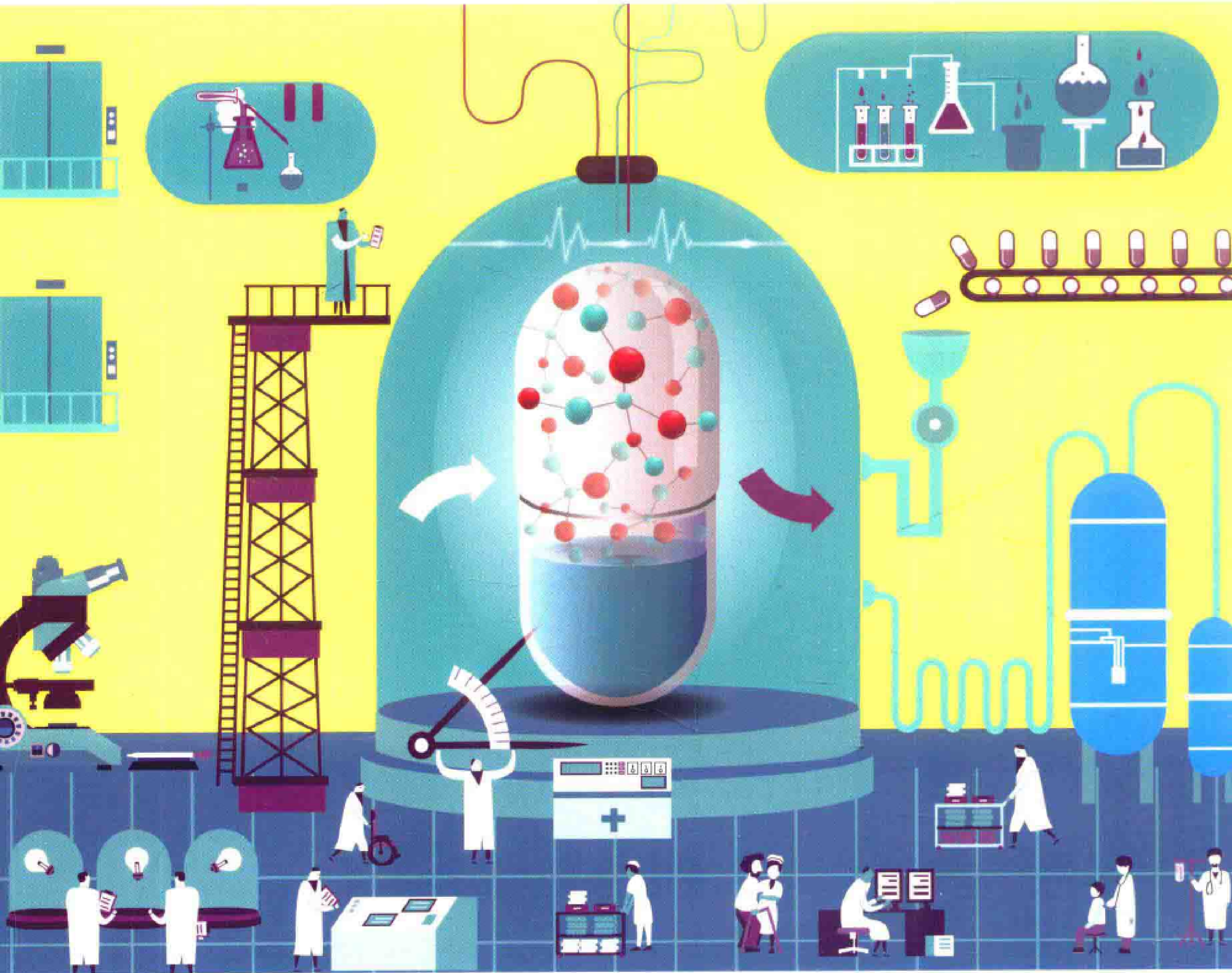
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

鹏华基金
PENGHUA FUND
鹏友会丛书系列⑧

鹏华

全球杰出投资者的最新言论
为您的投资指点迷津

鹏华杰出投资者文摘V



鹏华基金·资产配置专家

证券市场周刊：中国证监会指定披露上市公司信息刊物

企业管理出版社
ENTERPRISE MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net
理想藏书5518 8

鹏华基金-鹏华杰出投资者文摘
丛书编辑委员会

编委会主任：于凌波　高　翔

编　　　委：黄珂莹　邢　冶　张丽娟
　　　　　　刘　田　杨淑宇　石　伟

策　　　划：于凌波　黄珂莹

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户
www.55188.com
理想藏书55188

图书在版编目（CIP）数据

鹏华杰出投资者文摘．5／证券市场周刊主编．
—北京：企业管理出版社，2015.1

ISBN 978－7－5164－0982－4

Ⅰ．①鹏…　Ⅱ．①证…　Ⅲ．①投资—文集
Ⅳ．①F830.59－53

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2014）第 284729 号

书　　名：鹏华杰出投资者文摘Ⅴ
作　　者：证券市场周刊
责任编辑：韩天放
书　　号：ISBN 978－7－5164－0982－4
出版发行：企业管理出版社
地　　址：北京市海淀区紫竹院南路 17 号　　**邮编**：100048
网　　址：http：//www.emph.cn
电　　话：编辑部（010）68701292　发行部（010）68414644
电子信箱：bjtf@vip.sohu.com
印　　刷：香河新华印刷有限公司
经　　销：新华书店
规　　格：170 毫米×240 毫米　16 开本　16 印张　200 千字
版　　次：2015 年 1 月第 1 版　2015 年 1 月第 1 次印刷
定　　价：58.00 元

版权所有　翻印必究·印装有误　负责调换

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资本市场中从来不缺乏杰出的投资者。之所以杰出，是因为他们的卓尔不群，也是因为他们对成功投资的执着追求。

因为卓越，所以与众不同。

因为执着，所以历久弥新。

虽然对普通投资者来说，成功的投资意味着艰辛的付出。但我们依然坚信，业精于专，方显卓越。我们更坚信，成功者的背后，必定有全力以赴之故事。

鹏华基金在为客户努力实现投资回报的同时，致力成为"您身边的资产配置专家"，借助中国基金业第一个投资者俱乐部——"鹏友会"，定期奉献"鹏友会"系列丛书，和大家共同分享与时俱进的理财智慧。相信这本《鹏华杰出投资者文摘V》能为您的投资指点迷津，并助您打开财富之门。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一分钟认识鹏华基金

公司简介

鹏华基金管理有限公司成立于1998年12月22日，业务范围包括基金募集、基金销售、资产管理及中国证监会许可的其他业务，注册资本1.5亿元人民币。公司股东由国信证券股份有限公司、意大利欧利盛资本资产管理股份公司（Eurizon Capital SGR S.p.A）、深圳市北融信投资发展有限公司组成，三家股东的出资比例分别为50%、49%、1%。2013年1月，鹏华基金在深圳前海设立全资子公司鹏华资产管理（深圳）有限公司。

截至2014年9月30日，公司管理资产规模超1540亿元，其中包括53只公募基金、数只全国社保基金组合和特定客户委托投资资产组合等。

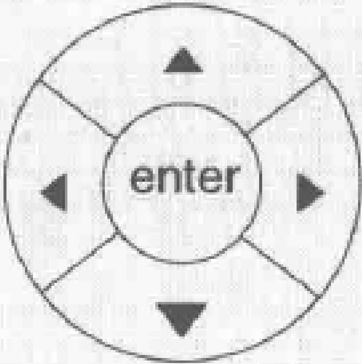
业务资质

- 2002年12月，首批获得全国社保基金投资管理人资格。
- 2008年02月，首批获得特定客户资产管理业务资格。
- 2008年04月，获得QDII境外证券投资管理业务资格。
- 2009年12月，获批8亿美元外汇额度。
- 2012年10月，获得保险资金投资管理人资格。
- 2012年12月，鹏华资产（深圳）子公司获批成立。

鹏华基金子品牌

- “鹏友会”投资者俱乐部
- “鹏诚理财”专户业务
- “鹏友e家”网上交易
- 鹏华基金·乐富专家TM
- 鹏友多·心灵公益计划
- 鹏华基金·易托富TM 一起富TM
- 鹏华基金·REITs锐驰
- 鹏华至尊宝TM ·货基大圣R

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



前言

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我的工作是阅读。

——沃伦·巴菲特

我认为我和巴菲特从一些非常优秀的财经书籍和杂志中学习到的东西比其他渠道要多得多。我认为，没有大量的阅读，你根本不可能成为一个真正成功的投资者。

——查理·芒格

知识降低风险，正如爱默生所言，“知识是医治恐惧的良方”。

——弗里德里克·科布里克

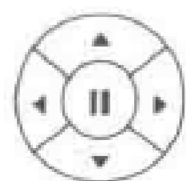
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关于投资

投资是个很有趣的问题，但也很伤脑筋，可能是从白领变成富翁的好途径，也可能是从富翁进化到“负”翁的不二法门。这玩意儿，你说它简单吧，要真赚钱还不太容易，对不少人来说，还是赔钱这种目标比较容易完成；但是，那些已经富可敌国的投资界的老家伙们，却都说投资不复杂，我们只好再琢磨琢磨到底是咋回事。投资界的各门各派一直在吵，都说自己的功夫才是天下第一，但直到今天，还是没有哪派能结束投资界的混战，一统天下。我们认为：投资中问题的本质并不在于你“自称”是什么派别，而更在于你是否真正理解了这个派别在投资中的要点；不在于你知道多少种操作方法，更在于你是否知道各种做法的前提和限度；不在于你是否知道某些观点和原则，更在于你是如何能够领悟这些观点和原则的真谛。在这些基础上，如果能提炼出一套自己的投资模式并对之不断加以改进，那么你成为一名成功的投资者的可能性就比较大了。

对于投资，理解的过程可以足够复杂，但操作的方法要尽可能简单，投资者应该抓住核心的东西去做，否则可能无从下手。巴菲特曾经说过：投资简单，但并不容易。我们的理解是，知道某些原则并不难，但要真正理解这些东西并在实际操作过程中坚持做到，就相当不容易了。其实，资本市场是个很复杂的东西，其中各种变量非常多，而且各种变量之间的相互关系又以非线性的居多，所以，在这个市场上，预测一类的事儿似乎还是少做为好。但是，在操作层面，一个人可以化繁为简，提炼出自己的分析与操作模式，从而达到将事情简化的目的。简单的操作要真做得好，往往需要建立在对事情的复杂性有足够认识的基础之上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资中的不同派别，在我们看来，很难争论出最终的胜负。知道一些休谟和波普尔的思想的人都知道，理论只能被证伪，无法完全被证实。在投资界的各种派别中（如价值投资与趋势投资、基本分析与市场分析等），每一派都可以比较容易地将对方的观点加以证伪（就是很容易在对方举出一些己方成功的例子后提出失败的反例），所以，谁更正确就很难下最终的定论。更何况，当大家都觉得某一派极为正确因而纷纷采取相同的策略时，这一派的优势也就相应地小了很多（如果不是全部的话），这也就是说，如果你经常站在少数派一边，那你赢钱的可能性反而大很多。

投资的本质

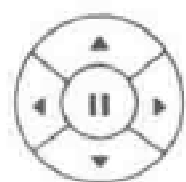
投资问题的本质或许并不在于你“自称”是什么派别，而更在于你是否真正理解了这个派别在投资中的要点。只要对所做的东西足够精通，无论是做股票还是做期货或者外汇或者其他衍生品都能赚到钱，我当然知道很多人用基本分析赚了不少钱，也见过用技术分析赚到钱的，还有大量的人通过另类投资（Alternative investment）赚了大钱。问题的关键或许不在于你做的究竟是哪一类资产，也不在于你究竟是什么投资派别（价值派或者趋势派），而是更多地取决于你是否真正理解你所交易的品种、是否真正理解你所运用的分析方法。其实，我们认为很多自称是价值派或者技术派的投资者从本质上来说更接近于“误解派”——换言之，许多人所奉行的分析方法很难说是真正符合某个派别的真义——某些自称是同种派别的人所奉行的理念却很不一致。例如，价值投资的最核心、最首要原则是什么？有人说是安全边际，有人说是成长性，还有的人理解成长期持股（这就变成“死了都不卖”了），以至于巴菲特在卖掉中石油的股份后，网上有网友大义凛然地指出：巴菲特不是价值投资者，要不然他干嘛不长期持有中石油？至于技术分析，也分预测派和不做预测派。也许是受了江恩的影响，许多人都成为技术分析中的预测派，他们往往认为可以按照图形预测股价。事实证明，这样做的人多数都付出了较为惨重的代价。极具讽刺意味的是，江恩死后，他的儿子爆料说他的老爸根本没有像传言的那样赚了几千万，而主要是靠卖书赚钱！我们现在的理解是：做所谓技术分析或者趋势跟踪的根本在于资金管理、风险控制以及尽量避免预测。这样，即使在判断方向上只有三四成的正

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

确率，也足可以赚到钱。基本面派和趋势派之间的差别看似极大，但他们之间的差别可能要远小于那些号称是价值投资或趋势投资或技术分析派别而实际上是“误解派”的人。比如，无论是奉行左侧交易还是奉行右侧交易，都有很成功的投资人士，前者如巴菲特等，后者如索罗斯等，这些人看似不同，但实际上他们都极为强调安全边际、风险控制、资金管理以及情绪控制的重要性，而且他们都认为对价格做预测是不太可能的事情，同时也是没有必要的。他们之间的区别在于，前者更强调的是公司分析，后者更强调的是市场分析。

此外，投资中的另外一个问题或许不在于你知道多少种操作办法，而更在于你是否知道各种做法的前提和限度。大多数人如果手里有把锤子，那么，无论什么东西在他看来都像是钉子。比如，对于偏好有效市场理论以及与之相关的市场计算数学模型的人来说，或许可以解释为：有一群人的数学非常好，他们发现数学比较有用，然后就以为数学可以解决一切问题，在他们看来，所有的问题都可以通过数学模型这个锤子来解决。又比如技术分析，运用在期货和外汇上时的成功案例相对多些，但是若用在个股上可能就要十分小心才行。目前在国内的期货和外汇领域，技术派占主流，而且在赚了钱的人中，也以使用技术分析的居多，这或许跟这些市场的基本面比较难以把握以及没有什么特别有效的分析方法有关，同时也可能与这些市场的交易规则有关——这些市场几乎没有不用保证金杠杆交易的，而且多空力量多数情况下比较均衡，因此技术分析在作某些判断时不能说全无用处。但是，若是拿来分析个股，其有效性往往大打折扣，因为个股可以被操控的可能性比较大，你想要什么样的图形？头肩顶？要不要我帮你做出来？再比如，巴菲特倡导低买高卖，但这是有条件的，他就曾说过最好不要借钱投资。但是，许多人只晓得前一部分，这些人一边大量借钱，一边尽力用这些钱来低买高卖。结果往往是，在股市下跌的过程中被迫强行平仓，血本无归。然后，他们开始大骂价值投资，这跟许多人用图形去预测股价、遭受大量损失后骂技术分析差不多。巴菲特在投资时利用了自己旗下保险公司和能产生大量现金流的企业（比如喜诗糖果）的大笔现金进行低买高卖，而又不必承担被强行平仓的风险，这样既利用了资金杠杆，而又在很大程度上消除了普通杠杆的风险。总之，投资者应该明白每一句格言、每一项技术使用的前提

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



和限度，这一点至关重要。

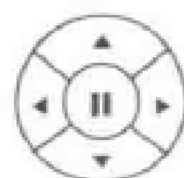
还有，投资的问题或许不在于你是否知道某些观点和原则，而更在于你是如何得出这些观点和原则的。成功的投资者需要经历反复的实践和大量的阅读，需要从大量相左的意见、看似矛盾的观点和大师意见中，自己分析和总结出一些共性的、本质性的原则。只有通过这种方法获得的原则，而不是简单地在网上或者书上看到某几句原则然后背下来，才构成成功投资的基石，才有可能以不变应万变，才有可能在不同的时间、不同的国家、不同的经济背景下比较自如地对方法和手段加以变通。在这方面，帕波莱给出了一个杰出的例子。这个自称是巴菲特门徒的人，也是一个成功的基金管理者。他的阅读量极大，几乎无书不读（这一点与芒格非常相似），然后他把自己大量阅读的心得整理为一些核心原则，比如低风险、高收益的原则——赔了，赔得很少；赚了，赚得很多。这是他写的《憨夺型投资者》一书的核心思想，由此他在书中提出了几条操作准则：投资于现有企业；投资于简单企业；投资于具有持久竞争优势的企业；少投注，投大注，非经常性投注；注重套利；注重安全边际；投资于低风险、高不确定性企业和行业；投资于模仿企业，不要投资于创新企业等。在这里最重要的是：这些准则是他在进行庞大的阅读后总结出来的，而只有自己大量比较和总结后接受的原则，才能有效地避免教条化。

另外，如果能在此基础上，再提炼出一套自己总结出的分析模型，也许更有帮助。在这方面，有不少范例。比如说，在基本分析和技术分析结合的选股模式中，最著名的恐怕是欧奈尔的 CANSLIM 选股法则了。在基本分析阵营中，不少著名投资人士也都有自己的选股模式。巴菲特在他每年的年报中都要提到他那“四过滤器”选股模式，并不遗余力地为之进行宣传。另外，本书中介绍的三角投资法、三步选股法、投资气候模式也是非常不错的例子。还有一些特别强调选择成长性强的选股模式，比如弗里德里克·科布里克总结的 BASM 模型和七步法则，BASM 模式是指公司的经营模式（Bussiness model）、假设（Assumption）、战略（Strategy）、管理（Management）四大因素的考察，七步法则包括耐心、知识、原则、情感、投资期、市场时机和基准（当然，这个模型和法则看起来有点乱，但如果把它总结成像芒格制定的投资清单那样，是非常具有可操作性的）。再小到会计分析上，有一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个著名的哈佛分析框架，我们曾经把它总结为“三量四分析”：即盈利质量（经营业绩如何及有无粉饰，主要看损益表）、资产质量（即财务状况如何及有无粉饰，主要看资产负债表）和现金流量（现金流量多少及有无粉饰，主要看现金流量表）；战略分析（行业和目标企业竞争战略分析）、会计分析（会计策略分析和会计政策评估）、财务分析（财务比率分析和现金流量分析等）和前景分析（企业发展前景和财务趋势评估），这个会计分析框架在黄世忠主编的《财务报表分析——理论·框架·方法和案例》一书中有具体的分析。此外，运用这个财务报表分析模型能全面而快速地切入到核心。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



关于本书

我们出版这本书的目的，也正是为了在这些方面给广大的投资者提供方便。尽管现在国外投资方面的很多经典著作已经翻译成中文，但是，还有大量投资方面的经典文章或大师访谈未被翻译成中文，导致不少投资者没有学习这些材料的机会。我们借这个机会将这些文章整理成中文，以飨读者。我们认为：只有尽可能多地知道各种投资思想，尽可能多地接触投资大师和专家们的意见，才有可能更为正确地认识各种投资方法的优劣与利弊，才有可能最终演化出自己的投资方法和模式。

下面是关于本书内容的简要导读。

上篇是“大师布道”。这部分精选了一批价值投资领域的顶级投资者，既有我们的老朋友、塞思·卡拉曼、杰瑞米·格兰桑、霍华德·马克斯等，也有一些新面孔，例如本·因克、布莱恩·罗杰斯、韦茨父子、雷·诺特、杰弗里·冈拉克等，虽然是“新”面孔，但这些投资者其实都已经在各自领域有数十年的从业经历。

这些大师都经过了我们的精心选择，他们都有真实而卓越的投资记录，并且都是著名的基金经理，许多人管理的是上百亿美元的资金。在本书中，我们主要介绍了他们的投资历史记录、投资理念和原则、具体方法和手段以及他们对一名成功的投资者应当具备什么样素质的看法、对投资界流行的错误观念和过往教训的总结、对于投资市场的看法等。

我们所选择的投资大师都有杰出的投资记录，他们的投资理念和原则也十分相近。所有这么成功的人士拥有的原则如此相近，足以证明对于他们这样管理着庞大资金的投资者来说，有一些可以发挥作用的普遍原则，这些原

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

则包括：安全边际方面（包括具有吸引力的估值——较低的价格\内在价值比）、健康的资产负债表方面（包括充足的自由现金流、较高的资本回报率等）、业务模式方面（包括进入壁垒、易于理解、经济敏感度低、具有较高的再投资回报率等）、管理层方面（诚实能干、股东导向型的管理层等）、追求绝对回报而不是相对回报、多是坚持自下而上的选股方略等。

在读到这些顶级基金经理的言论时，读者要有自己的判断力，最重要的不是内容，而是你是否对这些东西有自己独立的思考。比如，如果我们对资金量大小的问题进行考察，那么就会发现当所管理的资金量特别大的时候，你只能采用与大众反向的低买高卖。在这个方面，塞思·卡拉曼的一席话会加深我们的理解："你必须在市场下跌过程中买入。在下跌过程中比在回升上涨过程中有更多的容量，而且有更少的买入者竞争。"如果你采用的是趋势跟踪策略的话，在你的资金量太大或者市场容量太小的情形下，你几乎不可能顺利完成进场和出场的动作。如果管理的是大资金，不在跌势时买入，反而像趋势跟踪者那样在升势时买入，那么你的买入可能还没进行到一半，股价已经被你自己抬到半空中去了；同样，大资金要顺利出货，如果不借升势反借跌势，那估计要把股价搞得连续跌停，最终还是出不了。但是，小资金或者是容量极大的市场（比如外汇市场），就不存在这方面的困扰，所以，趋势跟踪在小投资者那里和外汇投资方面还是有不少市场的。但是，趋势跟踪有它的局限，资金量大了之后，必须转换投资模式，要不然就转到外汇那样容量极大的市场。在股票市场上，采用趋势跟踪策略的投资者能做到像曹仁超那样可能算是比较接近上限了（虽然国外比他更有成就的股票市场趋势跟踪者也有，但是我听说过的不多）。大家知道趋势跟踪的鼻祖利弗莫尔生活的主要年代正是牛市和熊市大转换特别明显的 20 世纪 20 年代和 30 年代，除此之外他的很多名声来自于他在期货战场上的表现。

另外，投资风格绝非僵化固定。巴菲特并不称自己是价值投资者，实际上他在给股东的信中还声称价值投资这个名称有一定的误导性。他也做套利交易，也做过期货期权，也做空过美元，还曾经大量收购白银。换言之，他的投资风格并不是铁板一块。巴菲特早期的投资风格跟他后来的风格是有差异的：在投资生涯的早期，巴菲特尽可能寻找那些将要进行资产重组的公司进行投资，这就使得大部分资金用于套利投机。为了追求更多的利润回报，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



巴菲特在套利投机中还常常贷款。他将投机剩余的资金用于普通的股市投资，这部分资金通常只局限于三四个公司的股票。最后，随着他手中的资金的逐渐扩大，巴菲特通过财政杠杆已经能够控制他所投资的公司了。这时，巴菲特发现他能够收购那些价值被低估的公司，并改善公司的财务状况，然后他就能以更高的价格将公司出售来赚取更大的利润。巴菲特就是在这个时候组建了他著名的伯克希尔·哈撒韦投资公司。

本书的中篇是“专家视角”。在这个部分，我们涵盖了一些不太知名但成绩却非常突出的投资家，包括查理·德瑞福斯、马克·墨比尔斯、吉姆·查诺斯、简·曼迪罗、阿诺特、道格·卡斯等。

此外，在本书的下篇“圆桌论战”中，我们节选了一些篇幅比较长的文章，系统介绍了一些全球知名投资者在各自领域的观点，既有股神沃伦·巴菲特关于通胀环境下如何投资的观点，也有其背后巨人芒格对投资领域道德标准的论断，还包括对冲基金行业崛起过程中涌现出来的一批行业精英的动人故事。

本书中有不少文章谈到了资产组合。巴菲特和芒格并不欣赏学术界和华尔街的投资组合理论，他们认为过于分散投资是无知的借口。巴菲特认为：“要想成功地进行投资，你不需要懂得什么 Beta 值、有效市场、现代投资组合理论、期权定价或是新兴市场。事实上大家最好对这些东西一无所知。当然，我的这种看法与大多数商学院的主流观点有着根本的不同，这些商学院的金融课程主要就是那些东西。我们认为，学习投资的学生们只需要接受两门课程的良好教育就足够了，一门是如何评估企业的价值；另一门是如何思考市场价格。”在《证券分析》第六版的导言中，塞思·卡拉曼写道：“在学院派那里，数以千计的投资学习者被灌输了‘证券分析无用论’这种观点——风险反复无常，投资者无需过分追求好的方法，因为在高效运作的市场中不存在什么好的方法。这样一来，学习者都变得庸庸碌碌，提出的也都是些粗陋的见解……对几代年轻投资者的这种洗脑式教育让市场活动效率极为低下，也让聪明的投资人有机可乘。”芒格说：“（集中性价值投资）这个观点在学术界毫无影响。投资经理们也不认为采用这种方法可以赚很多钱，他们都认为这是怪异之谈。”但是，我们还是在这里介绍了一些关于资产组合方面分散多元化的知识，主要是考虑到：（1）不少人并没有时间去仔细

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

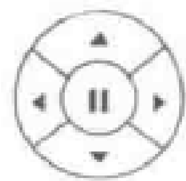
调查公司，就开始实践“价值投资”。在这种情况下，分散投资可能会减轻他们的损失。(2) 即使你不同意这些文章的看法，你也可以从中受益，你至少知道其他人是怎么想的，因为有时候你的成功也需要利用他人的错误。

本书中还有些关于风险测量的文章。我想强调一点：学术界和华尔街都相信一个理论，即风险和收益对等，高风险会有高收益，低风险会有低收益，他们还把这个理论反过来推理，认为高收益一定是伴随着高风险的，低收益一定是伴随着低风险的。(我忍不住设想，假如有个家伙就是喜欢做些在悬崖边跳舞的危险事情，学者们会不会认为这种活动风险这么高，肯定有很高的收益。) 但许多时候风险和收益并不对等，而且正如帕波莱所言，他们忽视了一种类型：低风险、高不确定性的投资，而这类风险不高的投资有可能带来很高的收益。“华尔街不喜欢不确定性……他们喜欢低风险低不确定性，但这种股票很少能降低至低廉的水平”，华尔街没能区分风险性和不确定性。巴菲特曾说过：“准确地发现市场通常有效之后，(学者和华尔街的从业者们) 进而错误地认定市场永远是有效的，但这两个表述的差别就犹如黑夜和白天。”套用一下，可以说：“准确地发现风险和收益通常成正比之后，(学者和华尔街的从业者们) 进而错误地认定风险和收益永远成正比，但这两个表述的差别就犹如黑夜和白天。”

不仅如此，学界和华尔街通常将股票的波动性和风险性等同，认为波动性越大，风险越高。但实际上，波动性大是趋势投资者能赚到钱的基本前提，也是价值投资者能够买到低价股的前提。学界之所以将波动性与风险性等同，可能还是因为锤子和钉子的关系，如果不这样认为风险就很难测量。一旦认定风险性等同于波动性，就解决了测量方面的一大障碍，就可以用上那些漂亮的数学模型了。我想，要是这些人恰好有一双非常漂亮的鞋，可惜比脚小了不少，也许他们第一反应就是拿把钢锯把脚多余的部分锯掉!

其实，风险控制的手段绝非仅仅只有投资的分散化，其他的都能够有效地降低风险，比如尽你所能地了解你所投资的对象；买入时在价格方面留有足够的安全边际；充分利用赔率 (在赔率有利于己的时候多下注或下重注，在赔率不利于自己时少下注甚至不下注) 等。最重要的是：分散化在降低风险的同时往往会导致利润的同步下降，而其他几种上述几种风险控制手段能相对有效地避免风险与利润同降这个弊端。在上篇提到的那些投资大师中，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



除了巴菲特和芒格外，曾经实现的最好收益是格伦·格林伯格创造的，他在1984－2004年20年间的年均收益率为22.5%。大家可以看到格林伯格持股的集中程度多么惊人：他的酋长资本公司持股数量一般都会少于10只，最多时12只，最少时6只，同时保持30%的现金仓位。最令人惊讶的是，在取得如此高收益的同时，他的投资收益波动程度还低于股票指数的波动。

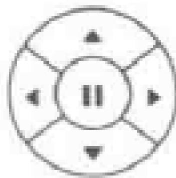
在本书中，有几篇文章是讲情绪控制的。我们认为，股市中情绪控制的良好程度与一个人在其他方面的自我控制能力方面存在很强的正相关关系，所以，我所知道的一些著名的投资家在日常生活的许多方面都非常自律。一个在日常生活中过度放纵自己的人，很难在投资市场上有所成就。科布里克认为，虽然"系统专业的学习并不能消除人的情绪，也不能避免冲动，没有什么能减轻我们的不确定感。但是，如果拥有原则和知识，澎湃的情感还是可以得到控制的。控制情感，并用原则和知识代替情感，这就是秘密"。

最后再讲一点本书中提到的投资方法与模式方面的问题（其实，用投资清单这样的词语来概括可能更好，比如芒格就有他专门总结的投资清单，每次做投资时都拿出来一条一条对照）。说到模型，不一定非得是数量化的，更不一定非得要公式，像帕波莱那样建立几条准则也行（本书中的大师们大多都有这样的准则，而且多数很相近）。实际上对中小投资者来说，像欧奈尔那样将基本面和技术面结合起来的CANSLIM模型也很好。为什么要建立自己的投资模型？还是让我们听听科布里克的解释吧："（如今大多数投资者）十分擅长反用奥卡姆的剃须刀，即对待股票信息时，不是关注几个关键因素，而是信息越多越好，他们说得头头是道，但大多数人不会选股票。研究显示，分析中添加太多变量会降低你的决断能力，四五个关键的变量足以让你了解一个公司。越简单越有效，这绝对是成为一名出色的风险投资人的捷径。只要知道哪些因素最重要，那么辨认、利用这几个关键性因素就是选择股票的秘诀……这是BASM模型会从我的经历中冒出来的原因。它能帮助你集中注意力，免受信息过量之苦。"当然，最好你自己使用的模型是通过自己花费大量时间学习和实践检验并不断修正而得来的，只有这样，你才可能对其进行灵活的运用。换言之，只有经历了这样长期学习和总结的过程，你才能避免将别人的模型教条式地拿来套，结果却把自己套进去的情形。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

需要提请读者注意的是：读者或许已经注意到了，我们所遴选的优秀投资者都有自己独特的投资方法和理念，并且几十年如一日地坚守自己的投资纪律，我们认为这是他们获得成功的最主要因素。但是，如果中国的投资者套用书中所介绍的理论和方法，那么最终肯定会一败涂地。读者应该做的是，制定一些适合自己投资目标以及资金量的方法，并像优秀的成功投资者那样坚持，直至获得成功……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



目录

上篇：大师布道

1. 塞思・卡拉曼：价值投资如何避险 2
2. 杰瑞米・格兰桑：两次投资教训改变了我 7
3. 杰瑞米・格兰桑：学会忍受股市泡沫 12
4. 本・因克：险中求胜 17
5. 本・因克 vs 贝莱德：激辩全球市场 22
6. 斯蒂芬・亚克曼：投资之道 26
7. 霍华德・马克斯：市场是否有效 31
8. 霍华德・马克斯：另类投资心经 35
9. 霍华德・马克斯：谈运气与投资 40
10. 霍华德・马克斯：谨慎前行 47
11. 布莱恩・罗杰斯：投资失宠的好公司 52

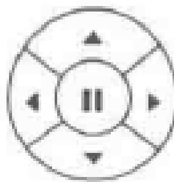
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

12. 韦莯基金：上阵父子兵 57
13. 雷·诺特：受益于事件驱动型投资 61
14. 杰弗里·冈拉克：投资债券的时候到了 66

中篇：专家视角

15. 查理·德瑞福斯：美国市场依然强劲 72
16. 马克·墨比尔斯：小市场孕育大机会 77
17. 吉姆·查诺斯：是时候该更谨慎一点了 82
18. 简·曼迪罗：哈佛模式仍然有效 87
19. 马尔科·迪米特里耶维奇：对新兴市场要“挑剔” 92
20. 大卫·赫罗：新兴市场仍被高估 97
21. 罗伯·阿诺特：市场中的“巨无霸”是人口红利 102
22. 道格·卡斯：备战熊市归来 107
23. 迈克尔·哈森斯塔布：押宝全球债市 112
24. 莎拉·凯特勒：掘金欧日市场 117
25. 扎卡里·卡拉贝尔：风险资产比想象中的安全 122
26. 汤姆·霍华德：100 万美元如何变成 6000 万美元 126
27. 约翰·海瑟威：投资失宠的黄金 131
28. 理查德·普泽纳：深挖价值标的 136
29. 比尔·奈格伦的投资方式 141
30. 逆向投资“逆”在何处 146
31. 围猎成长股 151

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

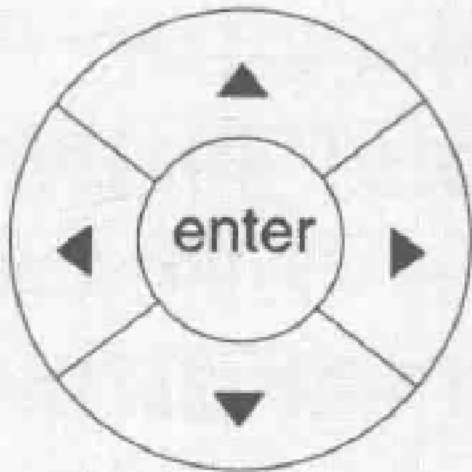


32. 掘金小盘股 156
33. 哈佛基金的另类投资 160
34. 大摩新模式 164
35. 丹尼森大学基金的成功模式 168
36. 耶鲁模式再出彩 173

下篇：圆桌论战

37. 耶伦：美国经济复苏前景乐观 178
38. 资产管理行业信托责任大反思 185
39. 量化投资大师西蒙斯 194
40. 芒格论投资道德标准 201
41. 通胀下的投资 210
42. 乔治·索罗斯：先投资，后调查 219
43. 时效，卖出比买入更重要 226
44. 拐点投资，机会无限 232

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



上篇

大师布道

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1 塞思·卡拉曼：价值投资如何避险

塞思·卡拉曼创立的 Baupost 基金成立于 1982 年，目前管理着 250 亿美元资产，是全球第九大对冲基金。卡拉曼著有投资经典著作《安全边际》（Margin of Safety）。他仿效沃伦·巴菲特和本杰明·格雷厄姆，专注于购买低估的股票和破产或者出现财务危机企业的证券，并且通常不会使用杠杆和做空。

来看一个基金经理与标普 500 指数五年期的平均收益对比：基金经理为 8.77%，标普 500 则高达 28.57%。你愿意把钱交给这位基金经理管理吗？

恐怕很多人都会说“不愿意”。但是，我们很难想到，上述基金经理正是伟大的价值投资者塞思·卡拉曼（Seth Klarman），上述五年期指的是 1995 年到 1999 年互联网泡沫时期，如此，我们也就不会感到惊奇了。

在互联网泡沫的“疯狂牛市”中，一些著名的价值投资者最终都屈服于其中，而塞思·卡拉曼是如何坚持价值取向和安全边际原则，如何构建投资组合的呢？

1995 年

不管具体的金融市场如何运行，Baupost 基金的目标是获得良好的绝对收益。遵循自下而上的价值投资策略，我们只持有那些明显被低估的股票，当找不到更好的替代品时，我们保有现金。此外，股价具有吸引力还不够，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们更喜欢带有催化剂因素的股票，被低估的价值总有一天会被认识到。这样就会减少我们研究结果的波动性，并降低市场走势在我们投资收益来源中的重要性。催化剂爆发的时点往往会滞后于迅速飙升的股市（比如过去的一年），并在低迷或者下降的股市中跑赢大盘，我们曾经每隔几年就会这样！

其实，我们自己非常清楚，Baupost 的最大风险之一就是在股市下跌的过程中买得太快，有时候，一堆买时已经很便宜的股票会变得更加便宜，虽然，最近它压根儿就没有发生（但是，当发生这种情况时，原先昂贵的股票当然跌幅会更大）。

1996 年

选择替代性投资标的时，我们的独特之处在于：我们更愿意持有现金结余，有时候实质上，我们是在等待机会；我们偏好于被低估的带有催化剂因素的股票投资（被低估的价值有待于被认识）；我们愿意用不同程度的非流动性来换取增值回报；我们能更灵活地在新的领域寻求机会。

长期以来，Baupost 基金都许可我们在投资美国股票和高等级债券时可以在很大程度上偏离我们的最初构想。我认为，这种灵活性就是我们在过去几年能够投资成功的核心。

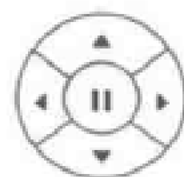
正是这种灵活性使我们能够在 20 世纪 80 年代中期高度关注“储贷机构危机”以及 80 年代中后期的“公司问题债务”问题。随后我们对日本股市缩小对冲赌注，继而在今年早些时候对俄罗斯股市进行适度投资，并于 1995–1996 年在林立的欧洲控股公司中占得一席之地。

我们不断强调投资基本面，并且知道为什么我们所做的每一个投资都能以一个相对便宜的价格达成，这样也可以降低风险。

1997 年

在市场突然下跌中最有利的操作是进行套期保值或者持有现金（或更好的是持空仓，但此时做空者的能量已在快速减弱）。犹如其他任何避险工具一样，套保需要支付高额保费。随着过去两年市场的飙升，保费也同步飙涨，并且在当前不稳定的环境中上升至更高价位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



持有现金能够在投资遭遇风暴时提供保护，并为抓住新的投资机会提供弹药，但持有现金，放弃目前有吸引力的投资涉及相当大的机会成本。持有大部分现金等待市场周期性下跌，还是发现引人注目的投资机会？我们选择了后者。

如果金融市场保持动荡，回顾一下市场上十年来的收益，我相信我们将处于有利地位。尽管一个基金在运营的前七年中释放出了良好的投资业绩，但我必须提醒你的是，价值投资不旨在超越牛市。在牛市中，有没有投资策略的人都可以做的很好，表现甚至优于价值投资者。只有在熊市中，价值投资策略才显得尤为重要。实际上，在所有的投资策略当中，只有价值投资策略能让你在有限的下跌风险中享有向上的投资收益。

在瞬息万变的股票市场，价值投资策略变得至关重要，因为当所有令人放心的地标都不可见时，它可以帮你找到自己的坐标。在市场衰退时，趋势投资者再也找不到趋势，成长型投资者担心经济放缓，技术型分析师不喜欢他们的图表，但价值投资策略会告诉你需要分析的到底是什么，价格与价值，然后需要怎么做，低价购买高价卖出。只有价值投资策略才能在一个完整的市场周期产生持续良好的投资结果。而且，因为你无法判断市场的走向，所以，价值投资策略才显得异常重要。

在过去几年里，我们做出的最重要的投资决定就是增加国际投资，做出这一决定的部分原因是，我们认识到，美国的投资机会比先前大大减少，而且这一境况不一定会改观。

价值投资者通常会折价购买资产，不是因为股价明显低于净资产，而是因为，如果你的购买价格下行风险有限，实际上，站在投资者的立场上，你可以自由交易了。

在实际的投资中，没有什么东西是确定的。回想起我们所做的最成功的投资，就像天上掉馅饼一样，而当我们在投资的时候，一点都没有这种感觉。当市场在快速下跌时你坚信一个投资非常有吸引力，甚至可以说是引人注目，但是股票价格却在不断下降，只要你是人，就会有恐惧的心理。你面临的挑战是进行基本面分析，以及理解股价上涨下跌的原因，并且当别人变得情绪化时保持理性，不要对“市场情绪”盲从，虽然它一遍又一遍地创造美妙的机会，但我们永远都不要遵从。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1998 年

我们最有前景的想法是投资西欧和东欧股票。在 1996 年和 1997 年，我们开始看到，许多西欧国家企业重组加快。随后，我们在出售资产、拆分，及回购股份方面确定了很多投资标的，并积极探索此类交易。

我们坚持价值理念，并保持信心：越来越少的投资者选择不持有任何现金，我们的现金结余（1998 年 4 月 30 日的基金资产的 17%）很有可能是最有价值的。

1999 年

存在于投资者心中的情绪会快速变化，并且毫无征兆。

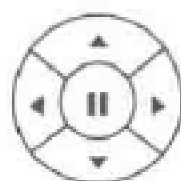
房产、制成品存货、应收账款、经营的工厂和企业的实际价值，甚至品牌都不容易贬值。只要你不是溢价支付，你的股票在下跌途中就有一定的安全边际，如果你是折价购买的，你就有一个真正的安全边际。

我们不知道，对大盘成长股的钟爱何时结束，这又会给小盘股带来怎样的浩劫。我们已经解释过，唯一能对冲上述风险的方法就是为保护这些被低估的小盘股，买入看跌期权或卖空高价股。基于各种原因，包括卖空所带来的无限下行风险，我们已经排除了卖空方式。通过买入看跌期权，起码你的代价只限于前期保费。然而，即便是这样的对冲，从历史上来看，也是相当昂贵的，就如同我们去年这样做的，业绩远非完美。

我们对这一困境的解决方案是将我们基金的投资组合分成三个谷仓。最主要的组成部分是现金（包括持有美国国库券或者美国政府债券的货币市场基金），（1998 年）4 月 30 日，这部分在我们基金的投资组合中占比约 42%。现金可以用来淘点便宜货，但等到今天市场上的狂热分子自行离场后，现金为王的意义就显现出来了。

本基金另一部分，在投资组合中占比 25% 左右，涉及众多的包含催化剂因素的公共和私人投资，如企业破产、重组、套利类资产、清算、拆分、资产出售等。这部分投资一般预期年回报率在 15% 至 20% 以上，其成功并不与股市的整体走势相关，而是基于各自的情况。不过，这个谷仓的市场价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



格都会按月波动。

其中一些谷仓充斥着被市场忽视和遗弃的规模并不算小的资产分割类标的。这些情况大多涉及与潜在价值实现密切相关的催化剂因素，如持续的股份回购计划或内部买入。不过，这些有限的催化剂只对金融市场的短期波动提供适度保护。

我们在 1999 年跑输大盘，不是因为我们摒弃了自己的严格的投资准则，实际上，我们严格遵守它；不是因为我们忽视了基本面分析，事实上，我们在切实执行；不是因为我们抛弃了价值，相反，我们在苦苦寻求它；不是因为我们主观臆测，相反，我们拒绝这样做。总之，极富讽刺意味的是，我们不投机，反而在美国股市损失惨重。

有时候，我们也会被问及，为了在今天的金融环境获得更好的投资业绩，改变我们的投资策略是否更有意义？您可能已经猜到，我们的答案是：不！对我们来说，屈服于增长失控的牛市和互联网科技股票很容易，但却太莽撞了，而且是不负责任、不合情理的。随大流是最容易的。有时候，你需要巨大的勇气和信念脱颖而出。不过，与众不同是一个人长期投资成功的重要组成部分。

除了被绝对低估外，我们投资组合中的大多数公司具有较强的市场地位，较高的进入壁垒，大量的自由现金流，以及能协助潜在价值实现的催化剂因素。几乎所有的公司管理层都亲自大额持股。

鉴于投资的竞争较为激烈，我们认为每一笔投资都应该具有凌驾于大众之上的优势，这一点非常重要。这种优势可能是在一个以短期为导向的市场愿意从长期的角度来看、当其他所有人渴望简单时对复杂的容忍，或是不受他人制约。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2 杰瑞米·格兰桑：两次投资教训改变了我

杰瑞米·格兰桑（Jeremy Grantham）是全球顶尖资产管理公司 GMO 的创始人。截至 2014 年 6 月 30 日，GMO 资产管理规模达 1240 亿美元。

杰瑞米·格兰桑之所以能从一个短期投机者彻底转变成为一个尊崇价值投资的长期投资者，源于两次失败的投资经历。以下是他的自述。

初入投资界

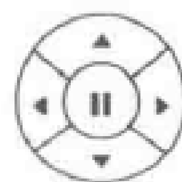
我在美国读商学院期间，很幸运地得到了理特管理顾问公司（Arthur D. Little）石油部门的一份暑期工作，暑期兼职的收入远超想象，这份工作给我们提供了 8000 美元的回报。

我们的生活都很简朴，怎么来处置这笔意外之财呢？没错！投资，让它变成财富之源。

经过一番研究，深入比较投资技巧，精挑股票经纪人后，我们开始投资。我们选择的大部分个股都在上涨。受牛市的鼓舞，我们自认为来自华尔街的建议或者我们自己的想法都是出众的。

很快到了夏天毕业季，同学中三个人的暑期工作薪水很高，我是其中之一。毕业离校后，我在曼哈顿一家知名的咨询公司找到了人生中的第一份正式工作。此时，我的收入是 6000 美元，这足以支付商学院整整一年的学费，也正是欠父母抵押贷款的数额。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



还清贷款似乎是不可能了，因为我必须要做短期投资了。我和妻子刚刚结婚，住在曼哈顿中城隧道（the Midtown Tunnel）的一个L形的单间公寓里，生活上几乎没有什么花费，我们计划先攒钱投资，并努力过上欧洲富人的生活。6000美元肯定是不够的，必须再借一些。幸运的是我们发现了一个贷款漏洞，抵押共同基金持有凭证，你可以获得其面值80%的借款来“改善家庭环境”。我当时借款的名义是为了房屋装修，但也不全是。借到款之后，我就进行投资，再用新的共同基金持有凭证做抵押，我又向银行借到了面值80%的钱。

此时，咨询公司的工作让我觉得乏味，而最让人兴奋的莫过于投资行业，我对那些在投资行业的同学羡慕不已。我当机立断，以伦敦、纽约和波士顿为轴心开始了新的求职计划。

面试几经波折，后来，我在KEYSTONE基金（资产规模大概18亿美元）获得了一份工作。

在咨询公司的一年半时间里，我经常参加同学们在业内组织的聚会，分享投资经验和想法。从1966年底到1968年，牛市来临，甚至柜台下交易的粉单市场（为未上市公司证券提供交易报价服务）也迎来了史上少有的牛市。许多公司新成立，不久便不存在了。许多企业甚至叫着非常宏伟的名字。我们买了一些公司的股票，并向其他人吹捧我们为什么看好这些公司。起初，我们最推崇的股票快速上涨，像火箭飙升一样，但很快便跌回原地，摔得粉身碎骨。

重仓押注一只股票

1968年夏天，决定我命运的时刻到来了。在KEYSTONE基金工作不久，我和妻子在英国和德国度了三周假。当时作为菜鸟的我，能够和一些内行人士共进午餐，我感到非常荣幸。而当时的热门事件彻底把我迷住了：American Raceways公司打算引进一级方程式赛车锦标赛，一级方程式大奖赛是世界首屈一指的赛车大会，公司当时已经购买了一条专用跑道，很多人出于新奇和兴趣都报了名。

如果购买更多的专用跑道的话，可以计算出，公司能够赚钱。在当时的我看来，失败的风险并不大。噪音、速度、危险甚至死亡的风险对于美国人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来说不算什么。每一个英国人心目中的英雄——当时的冠军、传奇赛车手斯特林·莫斯（Stirling Moss）也是董事会成员。于是，我决定以每股 7 美元的价格买了 300 股。

在度假期间，我们一直没有和公司取得联系。度假回来后，股价已经涨到了 21 美元，我做了一个大胆的决策，我想任何一个有雄心的价值型分析师都会这样做，我卖掉了所有的资产，并以 21 美元的价格购入 900 股，其中大部分都是借来的钱。

圣诞节的时候，公司的股价涨到了 100 美元，以当时的标准，尤其是和我的预期相比的话，我们算得上是富人阶层了。

当时在伦敦郊区一套四室的房子约为 1 万英镑，在波士顿约为 4 万美元。还完保证金借款，我们的税前收入约为 8.5 万美元。但是，之前将投资变现回英国的打算在现实面前变得不太可行：1968 年 4 月我加入 KEYSTONE 基金，一年之后，我和基金经理迪恩·莱伯龙（Dean LeBaron）一起离开，并创办了一家新的投资管理公司。在决定离开 KEYSTONE 公司时，1968 年后期的股票资产起着关键作用，尽管 1969 年初，我的这些资产已经有所贬值。

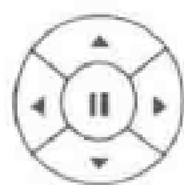
1969 年 4 月，另一件重要的事情发生了：我和我妻子相中了一栋三层楼的维多利亚式房子，坐落在马萨诸塞州东部的牛顿市，该房子在一条非常安静的街道旁，紧邻一个苹果园，背后是一片未被开发的山坡。当时售价为 4 万美元，而现在的估价约为 100 万美元甚至更多。

尽管当时股市下跌，但我们当时的家庭资产仍可以让我们全款购买该房子，再买一辆新型宝马 2002（小型，速度快，不太花哨，非常便宜），最后还会有几千美元的结余。但是，我们的 3.7 万美元的还价被拒绝了，我们最终退出了交易。

而此时我们的股票开始崩盘，不过幸运的是，在权衡了各种可能性之后，我最终以每股 60 美元的价格割肉离场也算不错。事实表明，美国赛车最初的报名者都是基于新奇，其中并没有真正的铁杆粉丝。美国人骨子里似乎天生喜欢车，但不是真正的赛车，不过也很难说。

文化差异一直都会存在，甚至是连英美间也是如此。46 年后 F1 再次寻求进入美国市场，而足球进入美国已经 50 年了，现在刚刚看到其即将成为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



主流运动项目的些许曙光。

再次败北

我当时并没被完全打败，我想尽快弥补损失。接下来我遇到了一个非常棒的投资标的。

事后看来，市场监测数据系统的确是一项突破性的技术。当时这位天才数学教授的构想是要给每位经纪人的办公桌上配备一台“监视器”，即电子屏，这样他们就可以自由进行交易选择。但这个构想唯一的缺陷就是，太领先于时代了。15 年后，这项技术才被完全接受。

该股票经历了一段上涨行情之后，安装监视器的费用迅速上升，随后就没有什么生意了。最后几乎一点也没有了。我设法在彻底破产之前两周跳出来了，在还清银行保证金贷款后，随身只剩下 5000 美元。

那时，我还处于创业初期，没有任何薪水。一年下来，我们的管理账户中只有迪恩的一位朋友的 10 万美元。幸运的是，我的妻子当时在麻省理工学院出版社工作，收入还过得去。那段时间，看完凯尔特人队的比赛后，我们会去买《波士顿环球报》，但绝不会买新衣服；每周我们会在后湾区的英式茶室大餐一次。

转变风格

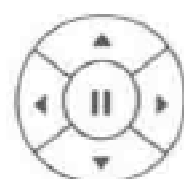
起初，我的妻子对于我们在纽约的一年半的拮据生活非常不快。也许，家有存款还让她有些许的安全感。当时，最让她感到不满的就是每天工作回家后要做饭。今天没有哪位职业女性能够忍受这个，的确如此。我只能说，在 20 世纪 60 年代，大家不都是这样吗。虽然我知道，这样的辩解很苍白无力。最后当我们的存款也都损失掉，原先计划变现所有资产回欧洲的计划也泡汤的时候，我的妻子什么也没说。此后，她始终支撑着我们这个经济已陷入困境的家庭。在接下来的 46 年中，我的妻子积累了无数的借据。如果说，在我的投资经历中，“不那么痛苦”的事情就是一直有妻子的支持和陪伴。

投资是件严肃的事情。它对智力是一个很大的挑战，但投资决不应该由刺激而驱动，如果仅仅因为刺激而选择投资的话，结局会很惨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

两次投资失败的经历给我带来了生活的拮据，这给我的教训远较教科书生动许多。从此，我远离了短期投机和赌博性投资，彻底转变为一个耐心的价值投资者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



3 杰瑞米·格兰桑：学会忍受股市泡沫

著名投资策略师杰瑞米·格兰森（Jeremy Grantham）认为市场已被高估65%，但仍存在一些有吸引力的投资。

75 岁高龄的格兰森说，目前的股票热潮与 1999 年和 2000 年科技股泡沫的感觉是不同的。他回忆道，“从个人感觉来讲，当时客户不仅想解雇我们，而且再也不想看到我们。”GMO 运行多样化投资策略，包括无标的配置型基金，其在一个市场周期中的实际年度收益目标仅为 5%。而富国银行优势绝对回报基金（The Wells Fargo Advantage Absolute Return fund）2013 年的回报率为 9. 65%。

格兰森是一位非常有吸引力的演讲者，其观点中总带有一种固有的悲观和怀疑。《巴伦周刊》记者 2014 年 3 月份在他位于波士顿的办公室拜访了他。以下是访谈的主要内容。

《巴伦周刊》：美国股市有多大泡沫呢?

格兰森：泡沫有两个很好的标准。一个是枯燥的统计数据，另一个是令人兴奋的狂热行为。从统计数据来看，我们还没有达到泡沫。目前标普 500 指数约为 1860 点，较股市估值的正态分布高出 1 –2 个标准差（Standard Deviation），如果高出 2 个标准差，也就是标普 500 指数达到约 2350 点的水平，就到达泡沫区了。因此，用这个标准来界定的话，股市还要再升 30% 才产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生泡沫。但是你不知道，一个普通的市场什么时候会有泡沫，你只有在事后才知道。

至于第二个标准，非常有意思。2000年时，午餐时间，波士顿的各家经济小餐馆里到处都在谈论最新的互联网股票，电视上也不再是备受青睐的凯尔特人队的比赛。但最近我注意到，这些小酒馆的电视上仍在播放体育赛事集锦。

《巴伦周刊》：市场情绪方面你还看到了什么？

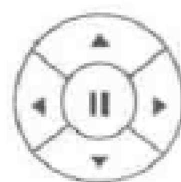
格兰森：目前，金融专业人士，特别是对冲基金对股市热情高涨，而个人投资者的信心却不是很足。个人投资者会更实际一些。2009年，他们受的伤害比机构投资者们更深，你看看共同基金的净买入，就会发现他们迟迟没有回到股市。个人投资者总是在游戏接近尾声时雄心勃勃地涌入市场，泡沫随即见顶破裂。他们现在还没有如此，这说明了一切。

《巴伦周刊》：是什么造成了这种差异呢？

格兰森：每一次出现危机的时候，人们对以格林斯潘、伯南克、耶伦为代表的美联储的信心就会增强。所以，伴随着1994年的债券危机，美联储的救市是非常成功的。随后的1998年，长期资本管理避险基金崩盘，救市依然非常成功。2000年的救市有点不必要。美国股票史上最大的泡沫在2000年后崩盘，独特的是，市场虽然下跌了50%，但股市并没有因此步入下跌趋势。

1929年，股市曾撞破趋势线并持续走熊了二十多年。1973年，“漂亮50（Nifty Fifty，20世纪60和70年代在纽约证券交易所交易的50只备受追捧的大盘股）”跌破趋势线崩溃后，熊市持续大约二十年，直到1986－1987年才有所改观。2000年的股市泡沫并不典型：市场重挫超过三年，但它甚至没有跌破趋势线。伴随着巨大的激励和道德风险，将投资者从危机中保释出来的“隐性承诺”完胜。市场还没有跌到公允价值就向上翻番了，我当时就把它称作是历史上最大的“傻佬反弹”（Sucker's rally）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



《巴伦周刊》：这个称谓很有先见之明。

格兰森：的确非常幸运。2007 年房地产泡沫破裂结束了上涨趋势。显然，房地产泡沫是美联储救市措施的直接结果，这些措施包括极低的银行利率，销售一些荒唐的金融工具，还有以非常低的标准获得抵押贷款。

美国房地产市场一直非常稳定，并呈现多元化发展。可以这么说，在美联储主席艾伦·格林斯潘插手前，美国的任何一个地区从来没有产生过泡沫。但是，从 2002 年开始，美国房地产市场飙升了很多。从统计数据来看，由于以前稳定的背景，我们看到了最显眼的离群值。不只是在房地产市场，美国任何资产类别都出现了同样的异常，这比 2000 年的股市泡沫更糟糕。它实际上达到了 3.5 个标准差，发生概率是 5000 年一次。伯南克那时候却说，房地产市场在很大程度上反映了美国经济走强。

《巴伦周刊》：这和你讲的机构投资者以及个人投资者的对比有什么关联?

格兰森：对冲基金说："小子，这真是太好了！美联储为救市出手了三次，其中包括 2000 年的股市崩盘。现在他们可能要再次出手应对房市泡沫了。"可以肯定的是，美联储会全力以赴的，大家都说这多好啊。要我说，这就是在奖励泰坦尼克号的船长为帮助妇女和儿童上救生艇爆发出的令人钦佩的勇气，别忘了，正是因为他的鲁莽，在深夜里意图穿过冰川密集的海洋区域，事故才会发生。

最关键的是，对冲基金和聪明的机构投资者对美联储下的注越来越大：每当危机出现，美联储就会插手，这也一次次地垫高了市场的底部。因此，机构投资者越来越看涨。在每个周期中，他们使用的杠杆越来越多，冒的风险也越来越大，直到现在。

《巴伦周刊》：美股高估了多少呢?

格兰森：65%。股市如果再上涨 30%，将会产生真正的泡沫，到那时，股票将接近两倍的公允价值。2000 年就是如此。从 1994 年起，美联储的干预就不断强化专业人士的信心。假如美联储不再玩这个游戏，市场就会形成典型泡沫（a classic bubble）。当明智的、谨慎的价值投资者们都被挤出了股市，泡

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

沫就要破裂了。现在还没到这个时候，所以，这个市场仍有很大的空间。

《巴伦周刊》：一旦泡沫出现，那它就会破裂。结果会和2008年、2009年一样吗？

格兰森：不，这只是刚刚开始，后续一系列问题如何出现还无法回答。大量的个人债务、公司债务和很多新兴市场国家的债务危机都暴露过很多次。主要发达国家的政府债务危机还没有出现过。债务水平不仅没有下降，反而堂而皇之地上升到了联邦政府的层面，成为债务的最高级别。下一个泡沫破裂时，联邦政府将会承压。因为没有历史先例，下一步如何表现还很难说，20世纪30年代的情况可能是个例外。

《巴伦周刊》：GMO是如何配置投资组合的？

格兰森：在美联储的干预下，市场估值持续走高，这对我们GMO来说就很困难。我们的预测跨度是7年。股市超过7年就会回归均值，避免高估值的资产类别确实是对的。但短期内可能会遭受重创，我们就经常如此。

《巴伦周刊》：哪些资产比较有吸引力？

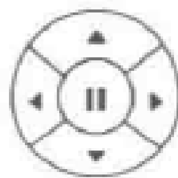
格兰森：由于其他一些原因，全球很多股市还没有被卷进泡沫。新兴市场的股票以及大多数欧洲价值型股票已非常接近公允价值。美国的优质股不像市场上的其他股票那么糟糕。所以，从全球股市来看，你可以得出一个还算体面的投资组合。

正因如此，在我们的组合中，股票占比很大。富国银行优势绝对回报基金49%的配置都是全球股票。这个比率很大，你再看看我们的7年预测，包括债券和美国大部分股票的很多资产的价格都被高估了。我们不能仅仅依据一天、一周、一个月的数据来进行投资决策，而要依据一年以上的平均值。如果到10月仍未达预期，我们的股权配置将下降到约38%，这符合我们的7年预测时间跨度。

《巴伦周刊》：你如何看待债市？

格兰森：债市绝对被高估了。一旦危机来临，天知道债券会怎么样。如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



果大国联邦政府级别的危机产生，股票倒更像一个安全的避风港。债券，包括政府债券，会比人们想象的更危险。

《巴伦周刊》：最近你还有哪些思考？

格兰森：我担心食品，还有非洲。全球经济真的存在两种文明，或是两个系统。一个是非洲之外，如泰国、加拿大、墨西哥和其他国家。这些国家都是一个大系统，它们之间可以交易石油和其他一切产品。另一个就是非洲，南非可能是个例外。非洲可能是世界上人口仍然在迅速增长的地区，将来可能会下降，因为这些国家不能生产足够的粮食。除非它们能得到很好的指导以及资本和化肥等；或者成为真正聪明的农场主，并有一个强有力的明智的政府。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4 本·因克：险中求胜

2014 年 3 月份，《巴伦周刊》采访了 GMO 的资产配置联席主管本·因克（Ben Inker）。因克认为，资产回报率最终会回归均值，最近收益颇丰的美国股市也会是这样。

《巴伦周刊》：您觉得市场机会在哪儿？

因克：最关键的是当今世界没有便宜的资产了，价格走高，没有可以赚钱的机会了。有一些资产还可以，也有些资产不太好。这时候，相对来说，我们知道什么样的资产可以持有，但很难讲各类资产到底需要持有多少。

《巴伦周刊》：您目前的资产配置组合是怎样的？

因克：我们的无标的配置型基金是长期持有型基金，由传统资产组成，如股票、债券及现金。目前一大半资金在股市，主要分成三组：美国优质股、EAFE（欧洲、大洋洲以及远东，包括美国和加拿大以外的发达国家）的价值股，以及新兴市场的价值股。这些股票目前投资回报的价格与风险相当。没有理由去持有国际成长型股票或美国小盘股。但是，到底是将资金的 52%、65%，还是 35% 投向股票呢？这确实有点困难。

《巴伦周刊》：GMO 投资公司即使在股市大反弹的时候，也看空美国股市。您是怎么认为的？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



因克：从某种程度上来说，的确如此。自2010年秋起，我们就预计标准普尔500指数回报水平会一般，后来结果更好。但我并不认为这是一个错误，高估的市场在回到公允价值前，通常会被进一步地高估。在市场上升的任何一点被高估，我们就要降低7年后的回报。从我们2006年9月完成的预测起，标准普尔500指数的实际年回报率是3.5%，而我们预测的是-0.6%。而这种差异是由于标普指数在高市盈率（P/E）、高利润率区域运行。高估的市场短期内的表现会好于我们的预期，但长远来看则不然。

《巴伦周刊》：股市里您最关心什么？

因克：我们关注的不是股市上涨了，而是标普500指数在2014年上涨了25%或26%，但盈利只增长了3%。目前的市盈率越来越高，利润空间已达到历史上最好水平，接下来强劲的利润增长的可能性相当小。如果P/E太高，利润又不太可能强劲增长，这就会是一个糟糕的市场。

《巴伦周刊》：关于您的投资组合，大约一半的资产投向股市，那剩下的部分是怎么分配的呢？

因克：大约20%为固定收益债券。其中约10%投向财政部发行的通货膨胀保值债券（Treasury Inflation-Protected Securities；TIPS），约4%投向新兴市场国家的债务，这些都是政府债券。约5%-6%为资产担保证券，还有不到30%的现金资产，其中包括一点现金。现金资产包中，为增加一些现金的价值，我们在试行几个绝对收益回报策略，但这和股市以及债市都没有关系。

《巴伦周刊》：如果和债市有点关系的话，会怎样？

因克：如今，没有现金收益，债券收益几乎接近零，但接近零收益总比什么收益都没有强。我们预计，在未来7年，美国10年期国债收益率会上升约70个基点，或者说每年上升0.7%。这总比持有现金好。银行利率将逐步上升，债券收益也会逐渐上升，你可以挣更多的债券票息。70个债券基点不是很多，因此，不用担心有太大风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《巴伦周刊》：为什么通胀保值债券比10年期国债更具吸引力？

因克：10年期国债真正的风险是通胀加速。看看10年期国债与通胀保值债券的定价，从后者我们可以得到相同的基本收益。假如发生通胀，我们是受保护的。我们的工作是尽力保证客户的回报，没必要持有名义上的债券。我们在2013年7月购买的通胀保值债券的回报很好，而且比持有现金好得多。

《巴伦周刊》：GMO投资公司的7年预测是，美国债券的年均实际回报率为0.3%，新兴市场债券为2.7%。这些回报率不算很高。

因克：是的，这样的回报率很低。如果股市现在处于历史均值，你肯定会在组合中给予股票压倒性的优势。但你看看当前的股票回报预期，现在的股票价格不会带来很高的回报了，起码这不是一个很好的时机。央行政策已明确旨在增加风险资产的价格，他们已经成功了。政策一直持续下去应该不错，但从长期来看赚钱就难了。

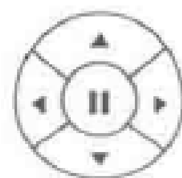
《巴伦周刊》：现在债券投资者犯的错误有哪些？

因克：他们最大的问题就是在高风险领域还不够小心。有很多高收益债券已经发行，大量的杠杆贷款也已发放，他们将再次摆脱其他特定条款的约束。人们假设违约率会比历史任何水平都要低，并以此来定价投机性的债券。这种假设非常可怕。很多证据表明，人们纯粹是为了高收益。高收益领域向来都是远离同质群体。你的企业信用评级为BB，其违约率为1%，经过一个一年的周期后违约率为1.5%；如果你的企业信用评级为CCC，经过一年的周期，违约率为15%-20%。两组在收益上没有太大差别，但是，BB级可能更合适一些。因为，即使事情变糟了，违约率也不会很高。承担这样较小的风险你就可以收获足够的回报。至于CCC评级，这一次你可能认为这些投机性的公司不会像2008年、2002年，以及20世纪90年代初期那样违约，但这是在赌博。

《巴伦周刊》：您如何看企业债呢？

因克：企业债大都是以面值或面值以上的价格交易，并且有提前赎回条

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



款的规定。如果利差收窄，银行利率下跌，你不会受益，因为该债券会被债权人提前赎回并重新发行再融资。如果利率上升，你可能会被套很长时间。所以，企业债现在的风险比人们想象的要大得多，尤其是低评级的公司债。

《巴伦周刊》：GMO 的预测称，投资木材的年回报率为 5.9%，这比其他资产类别的投资回报更突出。但木材并不是最具备流动性的资产？

因克：木材是最不具备流动性的资产之一。通常情况下，这种特质使得它能获得相当丰厚的回报。你很难以一种流动性的方式拥有木材。如果你想投资木材，你需要拥有树木或者以有限合伙企业的形式，这样等采伐树木的时候，你就可以赚到钱了。这意味着你需要持有最少 10－15 年。现在只能预测其回报率为 5.9%。但木材在我的投资组合中不会占太大比重，或许一年后会有超过 5.9% 的投资回报的其他资产类别出现。

《巴伦周刊》：高品质的美国股市会是怎样的呢？GMO 的预测是年均回报率为 3.3%，您如何定义“高品质”？

因克：质量往往与规模相关，小市值公司没有多少真正是高品质的，当然也有一些。因此，我们正在整个经济周期中寻找具有高盈利性、稳定的盈利能力，以及低负债率的公司。这些公司并不总是有非常吸引力的价格，但现在它们的 P/E 还低于整体市场。这是相当罕见的。

可口可乐公司在经济兴盛期的盈利当然会比经济衰退期的要好，但可口可乐公司在衰退期仍然在赚钱。我们发现这些公司的盈利能力高于正常标准，这就是为什么我们预测的年度回报率为 3.3%，而不是 5% 或 6%。

实际上，高品质的公司资产负债表有很多的净现金。其余的标准普尔 500 公司都有很多的债务。低利率对负债公司是有利的，但对于优质公司是不利的。他们已经有这笔现金了，就不用再去借贷了。除了可口可乐，我们认为的优质公司还有强生公司（JNJ）、沃尔玛（WMT）、麦当劳（MCD）和微软公司（MSFT）等。

《巴伦周刊》：您预测新兴市场股票年实际回报率为 3.4%，这比很多其他资产要好，为什么？

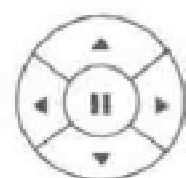
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因克：新兴市场股票的估值还好，我对此感到非常兴奋。目前新兴市场的定价还没有达到好的市场的股票价位。因此，期待更多的是上升的惊喜，失望的余地会越来越小。我们喜欢俄罗斯的能源股、韩国的汽车股和电信股。

《巴伦周刊》：是什么使这些国家的股市更有吸引力?

因克：在市场好的时候，你是不可能碰到真正便宜的股票。只有当市场不好的时候，你才能碰到便宜的股票。只有当市场稍稍缓和一些时你才可能得到很好的回报。我们不是完全不愿意购买问题市场的股票，我们只是在确保风险相当的前提下，获得适当的回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



5 本·因克 vs 贝莱德：激辩全球市场

本·因克（Ben Inker）是美国GMO投资公司的资产配置联席主管，管理着GMO无标的配置基金III（The GMO Benchmark-Free Allocation III Fund）和富国银行绝对回报基金（The Wells Fargo Absolute Return fund）。

斯坦特曼（Dennis Stattman）是贝莱德环球资产配置基金的经理，管理着贝莱德环球资产配置基金（The BlackRock Global Allocation Fund）。

本·因克最担心的是新兴市场，他发现了新兴市场中的许多“投资陷阱”。而全球最大的资产管理公司——贝莱德集团（BlackRock）的丹尼斯·斯坦特曼却不这么认为，他不惧利率上升，相中了日本市场的股票和黄金。

在芝加哥最近举行的晨星投资会议上，他们对全球市场发表了看法。

关于欧洲价值型股票

尽管因克在欧洲价值型股票中发现了一些机会，但他说：“真的很难买到要买的东西。”在周期性杠杆型的欧洲公司还存在着机会，但这些公司价格便宜是有原因的，它们多少都有些问题。比如，欧洲的公用事业、电信、汽车制造和能源公司不太受宠，其股价在一定程度上被低估了。因克说，GMO投资公司几乎没有投资欧洲银行，因为这些银行的资产负债表透明度不是很高。因克不去投资自己不了解的公司。

斯坦特曼认为，位于欧洲的国际石油公司还存在着机会，另外就是处于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"双低"周期的股票，即低利润率和低估值的股票。但是，欧洲各国政府存在着诸多问题，如"承诺多、收税少，各国财政政策和欧洲央行（ECB）所控制的货币政策之间不匹配等"。这些问题让投资者的热情备受打击。不过，欧洲央行确保流动性的举措打消了市场对欧洲银行系统崩溃的恐惧，斯坦特曼认为，去除这个尾部风险后，欧洲股市的估值会上升，更多有价值的股票会随之出现。

斯坦特曼表示，恐慌指数（VIX 指数）显示股票交易波动性已处于历史低位。而因克说，约 4% 的 GMO 投资组合看涨欧洲和日本市场，这些地区隐含波动率较高。但因克认为这是一种获得股票风险投资回报的方式。

关于美国小盘股

因克说，他还没有发现美国小盘股能够可持续地增加盈利并且不断地矫正其估值。美国市场中的公司利润率比全球市场中的公司要好很多，小盘股已经受益于其国内导向型发展，利润率也已经得到改善。

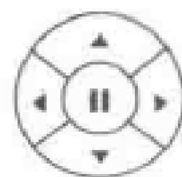
斯坦特曼也表示，虽然不知道什么时候会发生，美国小盘股的利润率将不会继续增加，并迟早会回归均值。他认为，劳动报酬份额是一个重要的指标，劳动报酬份额增加，公司的利润就会减少。

关于新兴市场

因克说，他最担心的是新兴市场国家，这些国家目前正处于财政危机的边缘，并且处于信贷周期的危险边际。中国、土耳其和巴西等国家信贷增长迅速，有很多不成熟的投资。这些债务将会恶化，并对这些国家的经济产生很多不利影响。

斯坦特曼最看好日本股市，他认为，今天日本股市的机会是其他金融市场无可比拟的。日本的货币政策为股票价值提供了有力的支撑，并且日本有可能进行结构改革。目前日本的经济规模是美国经济规模的 40%，日本央行正在推行量化宽松政策，每月回购 700 亿日元资产，这相当于美联储每月回购 1800 亿美元。而美联储目前回购债券的速度是每月 550 亿美元。此外，斯坦特曼表示，日本央行已告知贝莱德集团，在美联储退出量化宽松后的两

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



年内，日本仍将继续推行本国的量化宽松政策。

斯坦特曼表示，日本股市现在正处在牛市的初期阶段。因为日本公司采用稳健的会计政策，并推行对股东有利的策略。此外，日本很少有估值上的行为偏差。因为日本家庭持股比例很低，人们也不看好未来的股票市场。斯坦特曼表示，相对于美国股市，日本股市目前实际上是被低估的，这是罕见的。东证指数（TOPIX）的市盈率为 13.6 倍，市净率为 1.2 倍，市销率仅为标准普尔指数的 1/3。而标准普尔 500 指数的市盈率为 16.3 倍，市净率为 2.7 倍。

当问及日本市场的安全边际时，斯坦特曼表示，衡量日本市场安全边际的标准显然要比美国市场高。如果投资者能够在估值低折扣价位开始持有，并在估值高点卖出的话，就不必考虑日本股市与美国股市孰优孰劣了。

因克发现了新兴市场的很多“投资陷阱”。如，俄罗斯的能源股很有吸引力，因为这些能源股正以 4 倍的市盈率进行交易；但因克警告说，这些公司都是国有企业，其利润不会全部分给投资者。此外，这些企业需要庞大的资本开支去探寻未经发现的石油。因克这样总结：“石油真正的重置成本要比资产贬值的隐性成本高得多，所以这些公司不像人们看到的得那样便宜。”考虑到这些因素，这些公司的市盈率并不算低。

关于利率、债券以及市场流动性

因克对 2015 年或 2016 年即将上升的美国利率并不担心，他认为市场可以消化利率上升的影响。虽然他不确定量化宽松政策到底给低利率造成了多大的影响，但因克认为，利率增加不会把市场“吓坏了”。

由于“大萧条以来最全面、最严厉的金融改革法案——多德－弗兰克法案（the Dodd-Frank Act）的颁布实施，因克担心企业的信用问题。在当前的环境下，尚不清楚当投资者需要流动性时，它会不会出现。

斯坦特曼也赞同因货币政策和监管环境的改变，流动性也会有所改变的观点。他说，目前的债券市场是一个“不同于以往的世界”。

斯坦特曼说，由于通胀持续上升，我们正处在低利率时代的末期。他最担心的是利率持续上升对债券市场的长期影响。因为低投资级别债券以及高收益债券的息差处在 10 年来低点，贝莱德集团正在规避这种信贷风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因克暂不考虑延长固定收益投资的期限。他说，GMO 投资公司正在摆脱现金压力以及其年均负回报的影响。现在的难题是要找到能替代现金并且没有什么风险的投资品。收益率曲线最吸引人的部分是在 5 到 7 年期的国债，“市场定价基本上依照利率的正常化”，收益率被通胀推高了一点点。

在欧洲固定收益投资方面，在希腊的两次违约后，投资者仍排队购买希腊债券，因克对此感到非常吃惊。希腊债务与其 GDP 的比率是不可持续的。他担心投资者是在赌博：如果希腊出现进一步的经济问题，欧洲央行一定还会出手相救。

斯坦特曼对固定收益投资比较谨慎，他认为投资者可能在债市上会损失得更多。他很喜欢巴西本国货币债券 10%-12% 的收益率（实际收益率约为 4%-6%），并持有部分仓位。斯坦特曼的投资组合中现金约占 18%，以保持固定收益组合的较短持有期限，并参照标普 500 指数以维持较为合理的总贝塔系数。

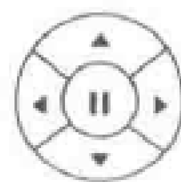
2013 年 CPI 通胀率上升了 2%，斯坦特曼认为，劳动力成本这匹“黑马”会持续推高通货膨胀。美国的劳动力市场是不平衡的，市场需要大量熟练并受过良好教育的工人。低利率环境刺激了这种需求，但企业却无法吸引到足够的技术熟练的工人。相比之下，对较低技能的蓝领工人的需求丝毫没有受到刺激。

在低通胀的环境下，和美国财政部发行的通货膨胀保值债券（TIPS）相比，斯坦特曼认为股票市场更能抵御通胀。几年前，贝莱德集团投资组合的 12% 持有财政部通货膨胀保值债券，但现在已经不持有了，尽管价格比 2013 年同期更优惠，但斯坦特曼认为其收益率太低。

因克认为，如果通货膨胀保值债券能上升 40 个基点的话，它就比现金更好。通胀保值债券具有类似现金的特性，并且持有时间周期短。但随着通胀保值债券利率的下降，GMO 投资公司对 TIPS 的配置已经从 15% 下降到了 5%。

斯坦特曼在黄金投资上收益颇丰，近两年，贝莱德集团在贵重金属方面的配置比率从 6% 降低到 1%。他认为利率上升必须削减黄金配额。但他说，黄金为发达国家不可持续的社会保障体系提供了对冲。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



6 斯蒂芬·亚克曼：投资之道

亚克曼资产管理公司（Yacktman Asset Management）的斯蒂芬·亚克曼（Stephen Yactkman）和贾森·苏博特基（Jason Subotky）是知名的价值投资者。亚克曼基金寻求长期的资本增值——具体来说，就是本期收益。在选购股票时，他们通常依据下列三个条件中的一个或者是多个：好公司、股东导向型管理模式、低股价。

2014年年初，这两位备受尊敬的价值投资者接受了媒体的采访，本文节选了其中的一部分。

问：格雷厄姆的经典理论建议投资者购买相对廉价的股票，亚克曼基金似乎投资了很多价贵物美的好公司。这是基于基金的规模考虑，还是购买好的公司能够提供更好的安全边际？

答：我们目前持有的投资组合大多是高品质的公司。在当前的环境下，高品质的公司回报会好一些。如果是在2007年，我们就会持有这种高品质大盘股。但是，到了2008年和2009年，我们对投资组合做了调整，大部分仓位配置了更具波动性的股票，因为这些公司的股价在下降，与业绩并不成比例。

问：巴菲特说，“用合理的价格买入优质的企业，比用低廉的价格买入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平庸的企业要好得多。”就亚克曼基金的情况，什么样的价格才算合理呢？

答：我们会考察好公司在做哪方面的生意。我们宁愿持有3A级别的公司，也不会购买高风险公司的股票，除非在公司业务下降的时候我们也能得到足够的赔付。一般来说，今天你不可能在购买高风险的股票中得到很好的回报。我们重仓持有百事可乐。百事可乐是一个伟大的企业，旗下囊括众多品牌，诸如菲多利、佳得乐和百事可乐。它的咸味零食占满了超市的一整排货架。百事可乐的盈利能力是可以预见的，现金流非常充盈。百事可乐不是很便宜，但风险较低，并且会持续地带来满意的利润回报。

问：沃伦·巴菲特最近买了美国埃克森美孚炼油公司的股票，亚克曼基金也是埃克森美孚的大股东吗？您对埃克森美孚怎么看？

答：我们持有埃克森美孚股票，是因为它的投资回报率比其他大型石油公司（比如雪佛龙、英国石油公司和康菲公司）高得多。雪佛龙公司通常是举债回购股票并支付股息，而埃克森美孚则是用经营活动产生的现金返还给股东。

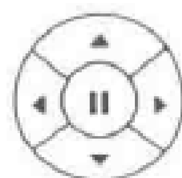
问：能否讲讲亚克曼基金的投资过程？假设您对塔吉特公司（Target）或是甲骨文公司（Oracle）感兴趣，您会从哪儿开始研究，如何分配研究工作？在研究过程中，哪个阶段最花费时间？

答：寻找思路会花费大量的时间。你需要快速过滤很多东西。一旦我们筛选出想法后，一般要做的第一件事就是仔细阅读年度报告及股东委托书。

比如，我首先会读业务描述及风险披露，然后再看财务报表及附注。假如遇到自己不熟悉的行业，可以参考卖方的研究报告以加快速度。此外，我们也会读一些贸易类的文章或其他相关刊物。通常情况下，我们最后要考察的是管理团队，管理层总会说服你为什么应该持有。当然，最好去分析这些管理层做过了哪些事情，而不是听他们说他们打算怎么做。

我们的投资核心是美国国内大盘股，当然，我们也一直在关注潜在的投资领域。甲骨文公司就是一个我们研究了多年的潜在标的，该公司第二季度财报低于预期，股价跳空下跌，而就在此时，我们开始投资。有时候，我们很多的想法都来源于对美国国内大盘股的研究。我们一直在做功课并且及时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



跟踪季度财报，一旦估值合理时，我们就能够迅速反应。

我们还会去了解公司的历史。例如，近期我们就研究了20世纪50年代和60年代的消费类公司的营运利润率。公司的历史可以让你预测未来可能发生什么。

问：在购买新股方面，亚克曼基金通常是怎么做的？如果初步研究认为该公司是有前景的，你会先建仓，还是做好充分的研究之后再决定？

答：“价格是最关键的”，我们往往会先建一个小的仓位，但是，当股票大幅下跌时，我们就会像购买甲骨文公司那样，再快速购入。

问：一旦您决定购买一个公司的股票，怎么选择购入时机？如何满仓？比如，微软股价在25美元时，您决定购买，而此时微软股价在几天之内突然涨了3%，您是选择在股价上涨时购入，还是再等待一个更好的点位？

答：这得看情况而定。我们通常是逐步地买入或卖出。在大多数情况下，我们慢进慢出，我们也不设定目标价位。相反，我们会先建立2%的仓位，等股价大幅下跌时再建立3%的仓位。然而在2002年，泰科公司的股价因很多负面消息瞬时从我们购入的点位跌到了7美元。在这种情况下，我们的仓位很快从50%降到8%-9%。除非遇到剧烈的价格变动，我们通常是慢慢建仓。一切都是由价格或者长期投资回报率驱动的。

每个时期都是独特的。在2008年和2009年，我们一直在寻找高速发展的公司。而现在完全不同，我们更看重公司的高品质以及持续性。我们必须要有耐心，一旦遇到便宜货就快速出击。

问：在投资方面，您犯的最大的错误是什么？您从中得到了哪些教训？一旦认识到错误，怎么处置当前的仓位呢？您会立刻卖掉吗？

答：在20世纪90年代末，我们买了特百惠（Tupperware，美国家居连锁）。当时，它刚刚从普利马克国际公司（Premark International）分拆出来。从新的管理团队收集到的历史数据分析，我们不再充满信心，所以我们清仓了。如果你认为你已经犯了一个错误，你应该立刻卖出。何必拿着让你不舒服的东西呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

问：亚克曼基金内部是如何做决定的？投资组合经理是否有自己的决断权，还是需要其他人的审批？

答：每个投资组合有三名共同基金经理人。我们是团队工作，没有任何一个投资组合经理可以独立做出投资决断。如果你看看我们现在的投资组合，你会发现我们的持仓大小不同。有的仓位很大是因为投资组合经理已达成共识，这些股票相对便宜，而且风险低、品质高。

问：2013 年你们有多少想法最终付诸行动？会不会出现这种情况：有些想法几乎要付诸行动了，但最终还是舍弃掉了？

答：我们没有对观点进行统计。我们管理了大约 300 亿美元的资产，在广阔的股票市场，我们可以投资约 500 家公司。我们在不断寻找新的思路。

价格非常重要。我们重仓持有可口可乐，最近我们还在持续加仓。1997 年的时候，可口可乐公司的股价比今天高很多，盈利却是今天的 1/3。如果你在 1997 年买入可口可乐，那么现在你除了分点股息之外没有任何收益。所有这些都是因为价格。我们偏好高质量的公司，但是，价格若合适的话，在质量方面我们愿意牺牲一点点。

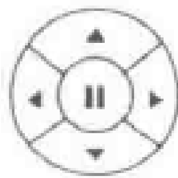
问：您怎么看待投资组合套期保值？一些投资者如塞思·卡拉曼、普莱姆·沃萨买入一些看跌期权。其他一些著名的投资者会在其投资组合中增加现金的比重。最近有观点认为，在上升的市场，应购买指数基金而非保有现金。

答：由于历史原因，我们的基金创始人唐·亚克曼以前运营的是另一个共同基金，所以他就选择了共同基金的形式。亚克曼基金不能对冲，但亚克曼核心基金可以购买和出售期权。2000 年以来，我们一直保持着约 18% 的现金持有量。当然，一旦遇到令人信服的想法时，我们就会动用现金。如果没有足够好的投资，我们就等待。2002 年和 2008 年，我们几乎满仓投资。

做对冲是非常昂贵的。我们基本不去做波段操作。很多投资者都担心，如果在剧烈波动的市场中大量持有现金，可能无法跟上市场。有些时候，持有现金比买入高估的股票要好得多。

是购买指数基金，还是持有现金？我们认为在未来几年指数基金都不会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



带来很好的回报。投资者经常会犯的一个错误是，他们或他们的客户只在很短的一段时间内来衡量投资成功与否。不要在顶部急着买入，而应该选择每个人都在恐慌逃离的时候买入，就像2008年和2009年。那时，我们买了很多股票并最终获得了很大的投资回报。

我们基金的大多投资者都清楚我们的目标，我们愿意为缜密的投资计划牺牲短期的回报，对此，他们都能理解。

问：对于中小投资者来说，“雪茄屁股”和“宽护城河”哪个更好？

答：这实际上取决于价格。与其说哪个更好，不如说哪个更便宜？护城河很容易找到，并坚持下去。而“雪茄屁股”的问题通常是，从一开始就是没有价值的，因为管理层是在烧钱。你支付的价格其实就是你的安全边际。在合理的价格买入，这两种方法都是有效的。我对投资者的建议是愿意接受各种各样的机会，并且专注于投资回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

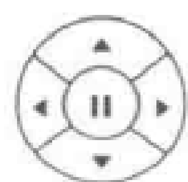
7 霍华德·马克斯：市场是否有效

橡树资本董事长兼联合创始人霍华德·马克斯2014年1月16日在最新的备忘录中提到，写作的另一个灵感来自瑞士信贷迈克尔·莫布森（Michael Mauboussin）的一份报告——《α和技能的悖论》：“莫布森接着主要谈论运气和技巧在事物变化中的相对重要性。但对我来说，他的话最重要的是引发了关于市场是否有效的沉思。在扑克游戏中赢得比赛的最简单方法是，玩别人犯过错误的简单游戏。同样，投资成功最简单的方法就是在低效的市场中坚持。”

运气和效率

在这里我假设有效市场的存在：成千上万聪明的、会使用电脑的、客观的、冷静而不受情绪左右的、上进心强的、能吃苦耐劳的投资者，他们花费大量的时间寻找有关资产的信息并分析它们对于价值的意义。出于这个原因，所有的可得信息会很快被纳入到市场价格体系。这就会导致每项资产的市场价格准确反映其内在价值，因此，投资者能享受与风险相匹配的收益：不多也不少。由于资产定价的不合理导致的“超额收益”或“免费的午餐”的情况存在再也不会出现，即市场不再“低效”。这样的话，没有任何个人能够展现出卓越的投资技能（即“α，阿尔法”）。即使有些人有足够的智慧来利用定价错误，市场也不存在让他们有机可乘的错误。其结果是，没有人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



能战胜市场。

我认为对市场有效性的测试是双重的：如果市场是有效的，(a) 单一市场的风险调整后回报不会比其他任何市场更好或者更糟；(b) 在风险调整方面没有投资者能战胜其他人。换句话说，就是没有跑赢大盘的机会。在一个有效的市场，如同瑞士手表——运气不起任何作用。

市场是否有效？

我一直认为有效市场假说之后的推理是绝对可靠和令人信服的，它极大地影响了我的思维。

在有效市场中，成千上万的人都在努力寻找优秀投资标的，避免劣质投资标的。一旦他们发现了便宜货的信息，就会去购买，这促使价格上升，潜在的超额收益就会消失。同样，如果他们发现某个资产价格过高，就会卖掉或者做空，价格就会下降，其预期收益就会降低。我认为，期望聪明的市场参与者在减少不当定价行为方面有所作为意义很大。

作为一个假设，有效市场理论是令人信服的。但在现实中是否有意义呢？答案就在于，假设只是基于设定好的前提。

我相信很多市场都是相当有效率的。但我也相信，有些市场是低效的。不是每个人都知道或者了解，这使人们在投资上犹豫不决。一些人可能觉得太冒险了，而一些市场参与者可能有更好的合法的信息来源。因此，在一个低效的市场中，有些投资者更有优势，或者说运气，因为市场定价往往是错误的，一些投资者的业绩就会比其他投资者更好。

最后，我认为没有市场是完全有效的。在市场有效性假设中，市场参与者必须是客观的，且不受情绪左右的。先不管市场，很少投资者可以通过这项测试。多少人能冷静到能在一个快速上升的泡沫中拒绝买入，或在资产价格逐渐走向零的表象上拒绝卖出？

如果我们完全忽略了理论，我们可能会犯大错误。我们可能会自欺欺人地认为，我们比其他人懂得都多，通常情况下都会击败市场中的多数人。但是，完全相信理论，我们就会把所有的事情交给计算机来做，错失熟练的个人所做的贡献。

不要指望市场会定期为你提供免费午餐，但我觉得可以假设市场是有效

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的。一些人认为市场被低估的投资机会很多，只是没有人足够聪明到能够发现并追逐这样的投资机会；那么，持有这种观点的人应该承担举证责任。怀疑赠品的存在总比期待尚未被赏识的便宜货更安全。

但重要的是，有效市场不应被视为是普遍适用的，而是布鲁斯·卡什（Bruce Karsh）所说的“可予驳回的推定”（rebuttable presumption）。你可以把它当作一般规律，但其适用性在个别情况下是不成立的。低效的可能性不应被忽略。

在这个问题上流传着一个古老的故事，金融理论教授和他的一名学生在校园散步。学生说：“看！教授，地面上是不是有 10 美元？”教授回答：“地上是不可能有 10 美元的！如果有，别人早都捡起来了。”说完教授转身走开了。学生把它捡起来买啤酒喝了。

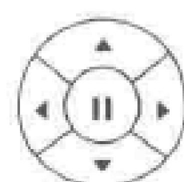
我的低效市场投资历史

在 1978 年我是很幸运的，花旗银行让我为经纪公司培基证券（Bache）管理一个组合，他们要发行一种高收益债券共同基金。这是我第一次享受到免费的午餐。当然，后续有很多这样的机会。

35 年前，这种高收益债券市场就是低效市场的一个典型例子。它鲜为人知，很少被研究。它的历史表现很少被报道。没有集中交易，价格上也没有公开的数据，很少有专业投资者对它进行投资。最重要的是，投资高收益债券被视为很不体面，并被认为是错误的。我永远不会忘记穆迪对 B 级债券的定义：“不具有值得投资的特性。”出于这个原因，大多数机构对高收益债券都有政策限制，投资被限定在“A 级或更好”或者“BBB 级或更好”。而且，它们被称作“垃圾债券”。就像故事中的金融学教授，大多数投资者对它们嗤之以鼻。

当时，高收益债券备受歧视，被严重低估，并被大部分投资者抛弃。因此和其应有的风险相比，其收益空间就显得异常巨大。我是怎么知道的？首先，经证明，作为风险补偿的收益率差已经过大；其次，在长期投资方面，债券的表现优于其他形式的固定收益投资；最后，谢尔顿·斯通（Sheldon Stone）管理我们的投资组合长达 28 年，他已经能够计算出风险调整后的净回报。高收益债券为橡树资本此后的成功和许多后续举措提供了基础。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



10 年后的 1988 年，谢尔顿和我赞同布鲁斯·卡什的提议。我们组建第一个不良债券基金，布鲁斯聘请了理查德·马森（Richard Masson）一起工作。有什么能比已破产或者极有可能破产的公司遗留下的债务更可怕的吗？主流金融机构从不投资不良债券，也不给不良债务提供资金，这给我们留下了一个开放、公平的竞争环境。布鲁斯统计，自成立以来的税前年平均回报率达 23%（税后 17.5%），还不算杠杆收益，这就意味着低效市场的存在。而且，连续 25 年投资 350 亿美元，他都赢得类似水平的回报，这难道不是运气？

这些市场以及橡树资本进入的其他市场，多年以来都是低效的。信息、基础设施以及理解和竞争的缺乏为我们创造了很多发现便宜货的机会，并为我们的客户提供了丰厚的回报。

低效的持久性

假设市场是有效的，那么市场就可以变得更为有效。简而言之，随着时间的推移，勤奋投资者的行为会使便宜货不复存在。虽然一开始便宜货是存在的，其持有人将会享有优异的风险调整后回报，其他投资者会去留意、研究，这会导致价格不断地上升，从而使其不再具有超额收益的潜力。如果低效是由不发达的市场基础设施造成的，你可以通过集中交易、提价申报、业绩数据和顾问等来提高市场效率。

市场需要存在一定程度的失灵，这样，投资者就能够找到便宜货，享受超额收益。但市场也需要更大程度上的失灵，让一些投资者的成功不被每一位投资者注意到而被仿效，因此，便宜货就会持续存在。通常，免费的午餐台总会被洗劫一空的。

很难证明市场是有效的还是无效的。学者们认为，需要几十年的数据才能得到具有“统计意义”的结论，但到几十年之后，环境很可能已经改变。

如果投资者永远客观、理性，那么市场就永久有效。换句话说，有效市场是不可能存在的，如果这种不可能性成为现实，个人技能和运气将继续扮演非常重要的角色。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8 霍华德·马克斯：另类投资心经

霍华德·马克斯（Howard Marks）是橡树资本（Oaktree Capital）的创始人兼董事长。橡树资本创立于1995年，总部位于美国加州洛杉矶，主要管理着价值约800亿美元的固定收益类资产及问题资产。马克斯最新出版的著作是《投资最重要的事》。

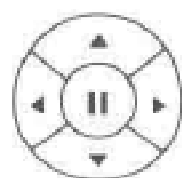
2013年11月15日，在美国弗吉尼亚州中部城市夏洛茨维尔，弗吉尼亚大学的投资会议上，投资顾问公司Advisor Perspectives的创始人兼CEO罗伯特·尤布萨尔（Robert Huebscher）跟霍华德·马克斯（Howard Marks）有过一次会谈。本文节选了其中一部分。

钱会从债市流向股市？

罗伯特·尤布萨尔：您在《投资最重要的事》中关于周期的意见是："规则一，大多数事情将被证明是周期性的。规则二，一些收益和损失最大的机会往往出现在人们忘记规则一的时候。"这时，不管是在股市还是在债市上人们都会忘记规则一吗？在您最近写的八月备忘录中，你提到信心的作用，以及我们现在处于估值周期的中间地带。那到现在您的观点有什么变化吗？

霍华德·马克斯：到目前为止仍然如此。市场有涨有跌，在底部时它们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



很便宜，然后它们上涨到相对合理的价格，然后到很贵。对于美国股市而言，我们仍处于中间范围。股市已经走出了一年半以前的低谷期。在那个时候股价是很便宜的，但现在标普指数已经上涨了45%。现在股价处在合理区间，有的已经体现了全部的价值。全部价值并不意味着价格过高，它们只是处于合理区域的上部。

所有的债券都很贵，处在泡沫当中。我投资高收益债券超过30年，大部分时间都获得了两位数的收益。目前，仅得到中等个位数的收益率，这是令人失望的。但是，很多债券的收益率低于往常，或者说低于我们的预期，不过是因为美联储的债券购买计划，利率被人为压低了。

我希望有一天，政府能够改变低利率的局面，让利率适度上升。如果今天10年期的利率是2.7%，我猜测它可能要到3.5%至4%，一下子肯定不会到6%了。总体来说，债券还是很贵，不过，债券市场中的信用利差还可以。

罗伯特·尤布萨尔：今年早些时候，《福布斯》杂志引用您的话说，您是“很乐观地想象未来几年的股市表现，相对于大众预期6%左右的年增长率，这的确是个惊喜。”而其他著名的价值投资者，包括塞斯·卡拉曼、鲍勃·罗德里格斯、罗布·阿诺特和杰里米·格兰瑟姆的预期则悲观一些。您的价值投资实践是怎样的，让您有如此乐观的预期？

霍华德·马克斯：二三月间，我写了一个备忘录叫做《对股市的展望》，列举了正反两面：有利因素有六个，不利因素有八个。问题是，你不能把它们都放在磅秤上来衡量，你必须决定哪些因素的作用更大，有许多因素会导致对股市的信心转向消极。在2000年大家会说股市会给你11%的回报，他们本来的意见是一致的。现在大家都说6%或7%的收益率就不错了。

是什么改变了？唯一改变的是，公司增加了一倍的收入，市盈率却对半腰斩了。

简单来说，我仍然认为机构持股量偏低，股票不受宠，我喜欢买这样的资产。

我预计，随着债券收益率下滑，人们的投资偏好会流向股市，事实似乎已经如此了。2012年3月，我在备忘录中第一次提到，股票“不受宠，配

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

置量偏低”。显然，在今天仍然不太真实，但钱总要有个地方去。它要往哪儿去？我不认为它会流向债券。你只能把这么多钱投入房地产、私募股权投资，或对冲基金。如果你把它放在对冲基金，他们会买股票。因此，对股市来说，这是一个好兆头。

现在股市的估值又回到十六七倍了，估值合理。持股者不会放弃它们了。但是，再次回到先前的问题：你更愿意购买什么？我不是替股票说话，也不会因此赚钱，因为我们没有做股权投资业务。但是，在人为的低利率环境下，股票还不算太坏。请注意，我没有说“好”。

罗伯特·尤布萨尔：在过去两年中，您投资于不良抵押贷款的独栋住宅楼，从中获取了哪些经验？

霍华德·马克斯：一切进展顺利。实际上，我们做的大部分与住宅地产相关的投资是在两三年前。我们是在市场情绪非常非常低的时候购买的。当时，大家都觉得美国好像永远不会再重新建造新房子了。如果你能在市场情绪低迷的时候买到一项资产，而人人都不看好它，这通常是一件好事。现在你看到的都是关于房地产繁荣和短缺的信息。

解读第二层级思考

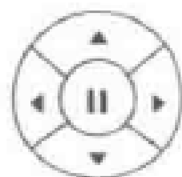
罗伯特·尤布萨尔：您是第二层级思考的支持者。您能否深度解读一下，以飨读者？

霍华德·马克斯：这主要是指，你必须了解如何评估股票的价值，以及如何赚钱。如果你只是用一个过分简单化的方法，你就不能成功。第二层次思考是指，你的思维要与众不同，优于大众。如果你和大部分人的想法一样，随大流，那你的投资收益就会是平均大众的水平。

钱是如何赚的？如果一家企业的利润年增长率为 6%，最终的股市表现也会是 6% 的增长。但是，为了跑赢大盘，你必须逆向思考，优于大众。当现实超越感知，大众对于未来的预期过低的时候，就是投资赚钱的机会。显然，如果你想获得高于平均水平的收益，你必须发现大众不再思考的时点。也就是说，跟随大众的思维方式，你就无法确定大众的思考会在何时停滞。

正如我在书中说的，第一层级的思考者会说，“这是一个好公司，你应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



该买这只股票。”第二层级的思考者则说，“这是一个好公司，但还没有那么好。你应该卖掉它，因为公众对它的预期已经太高了。”

罗伯特·尤布萨尔：下面我们来看看这几个例子是否会涉及到您说的第二层级的思考。首先，高频交易?

霍华德·马克斯：很多人的一些投资方法并不有效。你肯定不会租用一台计算机在频繁地交易信息流中获取高收益回报，因为那会被套利掏空。虽然我知道，有些人的确会这么做，他们仅仅通过发现微小的异常机会而选择杠杆套利。如果仅仅谈这个微小的异常机会，它的确不会给股市造成任何深远的影响。有些人的确赚到了钱，但是，他们也会承认，随机性很大。

罗伯特·尤布萨尔：所谓的能源革命?

霍华德·马克斯：我不赞成。很多聪明人认为这将在一定程度上推动我们走向能源自给的方向，更重要的是能够提高我们的制造业的生产效率，给我们一个优势。我不敢说，这将产生一个全新的时代，但它听起来像是一个利好。如果，现在股价还未完全体现，这可能对相关股票是一个加分项。

第一层级的思考者说，“当我们能够能源自给的时候，股价就会飞涨。”第二层级的思考者则说，“因为未来肯定会比现在好，所以今天我会买一些股票。”这样，股价就被抬起来了，未来预期在今天的股价上已经贴现。

罗伯特·尤布萨尔：量化宽松?

霍华德·马克斯：我可能是持有少数观点的那部分人，因为从某种意义上说，我不认为这是一个大问题。上周有篇论文谈到对于量化宽松的担忧。我的问题是：你怕什么呢?

人们担心，逐渐退出量化宽松政策将有两方面的影响。第一，如果停止刺激，经济增速就会减缓；第二，利率会上升。

首先，我相信以耶伦为首的美联储将会更加温和，他们自然有兴趣提高生产率。他们不会把病人身上的呼吸机取下来，直到他们确信病人能够自己呼吸了。如果仅仅担心经济增速将放缓，美联储会竭尽所能确保经济增长，然后在此环境下彻底退出量化宽松政策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其次，如果人们都害怕利率会上升，我的回答是，“是的，如果这是真的，要去适应它，因为今天的利率是被人为压低的。”伟大的经济学家赫伯斯坦说，“如果事情不能继续，它自然会停止。”人为压低利率不能永远持续下去。这个局面终将改观，利率很有可能上涨。

什么时候发生呢？大家会说，这将在12月，或者3月发生。如果的确要发生，两者之间的区别是什么？我从不关注事件发生的时间。

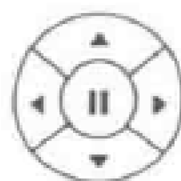
罗伯特·尤布萨尔：关于安倍经济学，您对日本的第二层级的思考是什么？

霍华德·马克斯：安倍经济对于日本来说是正确的决策。日本的增长一直非常缓慢，这是它走出泥潭的最好机会。安倍首相列举了一系列正确的决策，关键问题是这些决策是否有效？事实上，决策正确并不意味着有效。他正在试图改变整个国家的动力机制。

罗伯特·尤布萨尔：在宏观环境及投资洞察力方面，您会从哪些来源获取思考的角度和有用的信息？

霍华德·马克斯：我会读很多报纸——《华尔街日报》、《纽约时报》，以及《金融时报》。20世纪60年代，当我还是个孩子时，好像有个“约翰逊服务公司”，他们读报纸，但从不总结头条新闻，他们试图解读头条新闻背后的意思。我也就努力去揣摩标题隐含的意思。我觉得标题可以告诉你大家一直在谈论的事态进展：是过于乐观还是过于悲观？过于自信还是过于担忧？贪婪还是恐惧？任何人都可以从报纸中知道，短期可以跑赢大盘的秘诀就是把控市场情绪。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



9 霍华德·马克斯：谈运气与投资

橡树资本董事长及联合创始人霍华德·马克斯（Howard Marks）自20世纪90年代开始撰写“投资备忘录”，多年的投资备忘录集结而成的《投资最重要的事》，备受巴菲特的推荐。

2014年1月16日，霍华德·马克斯最新的备忘录再次阐释运气在投资中的重要作用。下面是部分译文。

运气的重要性

写这个备忘录最初的灵感是在去年11月初，我在沙特阿拉伯首都利雅得的酒店房间里随手拿起一本《四季》杂志，偶然翻到由埃德·史密斯的题为《为运气辩护》的一篇文章，自那以后它就一直在我的商务包里。

“成功从来都不是偶然的。”Twitter的创始人杰克·多尔西通过推特（Tweet）发布。意外、运气和随机性从来都不能造就成功，只有规划、策略和完美的逻辑才是通向成功之路。

这一切让我的思绪流动起来。和史密斯一样，我也认为成功的原因有很多。毫无疑问，艰苦的工作、计划和坚持是不断成功的关键。但缺少运气的话，即使是工作最努力的工人，甚至最好的决策者都将无法持续地获得成功。

运气都有哪些组成成分？从遗传学上讲，出生有一定的事故概率，相遇

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和选择都是有偶然性的，甚至可能是随机的、不可预见的事件最终导致决策的正确。

为了讨论运气的存在和重要性，史密斯列举了马尔科姆·格拉德威尔（Malcolm Gladwell）的畅销书《异类》（Outliers）。

《异类》的众所周知源于格拉德威尔对于成功和勤奋之间的观察，正是神奇的上万小时的锻炼实践，造就了与众不同的成功者。但是，这只是格拉德威尔的书中要说的一部分，提出了“10000 小时”的论点后，格拉德威尔基本上停止谈论这个话题，并转向要花费很长时间讨论的“人口运气学”（demographic luck）。它可以用一句更简单的日常用语解读：“出生在正确的时间和正确的地点。”格拉德威尔的例子是令人叹服的。

对于同一年出生的加拿大小男孩来说，到他们人生中的第一个曲棍球选拔赛发生时，出生在 1 月份的将比 12 月份出生的大 11 个月——因此也就更大、更强、更具有协调性。他们很有可能被编入更好的团队中，得到更好的教练，并且能够在冰面上练习更多的时间。在所有其他条件均相同的情况下，他们更可能获得 1 万个小时的实践，以磨练和展示他们的技能。

比尔·盖茨出生于 1955 年，而且他的联合创始人保罗·艾伦出生于 1953 年，这似乎超出了巧合的范畴；太阳微系统公司的创始人比尔·乔伊和斯科特·麦克尼利出生于 1954 年；史蒂夫·乔布斯和埃里克·施密特出生在 1955 年；史蒂夫·鲍尔默出生于 1956 年。十年前，在高中和大学时，还没有远程计算机终端可供他们工作研究；十年后，在他们之前出生的孩子就会创造出“更新的事物”击败他们。

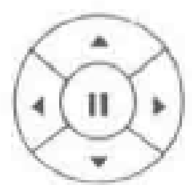
其实很简单：始终走在时代的前列是伟大的。天赋和勤奋必不可少，但是没有什么能够比得上及早地到达，并被强大的人口趋势和随后而来的时代审美推到历史前台的感觉更好了。

也许，沃伦·巴菲特是“人口运气学”这个新词的最终诠释。《滚雪球：巴菲特和他的财富人生》有这样的话：

“你知道的，这个世界对我有多好。我于 1930 年出生在美国，与此相反的几率是 50∶1。我生在美国而不是其他的任何一个国家就相当于中了彩票，若不是如此，我的人生之路可能因此而迥异。

“想象一下，在子宫里有对同卵双胞胎同样聪明，精力充沛。精灵对他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



们说，‘你们中的一个将要出生在美国，而另外一个将要出生在孟加拉国。如果在孟加拉国终老一生，您将不用缴税。那么，你会拿出收入中的多少来努力争取成为出生在美国的那一个呢？’这里描述的事实是社会与一个人的命运紧密相连，命运并非由一个人的内在气质所决定。说‘我自己就可以搞定一切’的人，并随时把自己比作美国作家霍雷肖·阿尔杰（Horatio Alger，译者注：阿尔杰是美国梦的化身）的人——相信我，他们会拿出更多的收入来争取成为出生在美国的那个人。这就是卵巢彩票。”

你一个人就可以搞定一切吗？

巴菲特提到，那些说“我一个人就可以搞定一切”的人让我想起了奥巴马总统连任竞选演说中的一句话：如果你有自己的生意——这并不是你的功劳，而是其他人给你创造了机会。

节选自奥巴马演讲的文段会更有意义：

如果你取得了成功，那是因为你在成功的路上得到了别人的帮助。你的生活中某个地方曾有一位伟大的老师。之前有人帮助创造出让你茁壮成长的优越的美国制度，还有些人投资路桥。如果你有自己的生意——这并不是你的功劳，而是其他人给你创造了机会。

很明显，奥巴马最后两句省略了几个关键词，或许他是想把他的听众带回到从前的艰苦岁月。假如再增加五个字肯定会让他的话表达得更准确：如果你有自己的生意——这并不是你“个人”的功劳，而是其他人的“帮助”给你创造了机会。

换句话说，你很幸运，得到了帮助。难道我们不都是这样吗？

但是，当我读完《异类》，我非常激动地写下：运气促成了我的成功。我想与大家分享下列清单：

首先，出生在美国婴儿潮的前期是很幸运的。婴儿潮一代正好是二战后出生的一代，战争军人的退伍，战时消费限制的结束，以及人口爆炸式的增长促进了经济的强劲增长。那时候已不必上前线了。

我出生于美国中产阶级家庭，作为家庭中的第一代在美国出生的成员，父母在学习和工作中鼓励我，让我成为家族中第一个获得大学学位的成员。

我出生的时间使我能够得到在纽约市公立学校良好的免费教育。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我的高中辅导老师说我的成绩不够好，进不了沃顿商学院。但我很幸运，可能是一位会计老师的推荐信让这一切发生了戏剧性的变化。也可能是刚刚被引入的大学入学考试、标准化考试或 SAT 考试等，以对抗精英大学对公立学校的孩子的偏见。

在沃顿商学院就读，我学会了很多东西，我接触到了金融（之前我曾计划从事会计职业），使我的简历顿时上了档次。可以想象，假如我没有进入沃顿商学院，而是进入我的第二选择学校——一所比较大的州立大学，我的职业、生活会和现在一样吗？

当我去上大学时，我从来没有听说过工商管理硕士学位。但是，越南战争让我想留在学校，三年时间在法学院好像太多了，所以就想进商学院。因为我缺乏工作经验被哈佛大学拒绝了，我就去了芝加哥大学，芝加哥大学的理论、定量方法是沃顿商学院务实的本科阶段教育的完美补充。

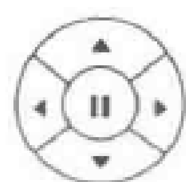
我在 1967 年到校，正好是用新方法讲授金融学的时候。在资本资产定价模型、现代投资组合理论、有效市场假说、随机游走理论，以及今天的投资理论的其他组成部分方面超过我的不过几百人。

我不是那些在 10 岁就开始阅读招股说明书的投资者。事实上，在 1969 年即将毕业时，我还不确定我的职业方向。我接受了第一国家城市银行（花旗银行的前身）一个投资研究的固定职位，这主要是因为我早在一年前就在那里做暑假实习。十多年的股票分析，其中包括三年的研究总监，为我今后的投资生涯提供了理想基础。

后来在 1978 年，一位新的首席投资官要给自己的研究部主管腾出位置时，他让我在可转换债券上启动资金，好运气降临了。这是高收益债券的新领地。我怎么也没想到自己能被放到一个如此好的位置，能够参与到过去 35 年的金融发展！

当然，我最幸运的是在 1983 年和 1988 年之间碰到了我的合作伙伴——布鲁斯·卡什（Bruce Karsh）、谢尔顿·史东（Sheldon Stone）、拉里·基尔（Larry Keele）和理查德·马森（Richard Masson）。布鲁斯在西部资产管理公司时，有创建一个基金投资“不良债权”的想法，这在主流金融机构中还是头一回。后来在 1995 年，我们五人辞职并创办了橡树资本。正如他们所说，其余的都已经是历史了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



是你自己创造了自己的好运气？成功从来都不是偶然？都是瞎扯！我对上述积极的事态发展有过贡献，但其中很多纯粹还是运气。在1969年，我在离开芝加哥大学时所有我申请的工作中，有一个职位我是最想得到，但却没能如愿。几年前，该公司的校园招聘人员告诉我，我当时已经通过面试了，但就在宣布结果的那天上午，主管负责人没有带来他本要给我传递的正面消息。试想：要不是那点“坏运气”，接下来的39年我可能就会在雷曼兄弟公司度过！

我知道我是多么幸运了。感谢我的好运气，它让我振奋并让我乐观地面对未来。这丝毫没有减少我的成功感——因为不得不承认这不是我自己就能够实现的。我感觉到幸运时刻在陪伴着我。我深深地陶醉其中。

投资也需要运气

与其说“你创造了自己的运气”，不如说，“运气是良好的准备和机遇的结合”。如果你通过学习和实践做了充足的准备，并且努力工作，勇于承担责任，你在机遇来临时就会把自己的才能发挥到极致。这种世界观和我的投资理念是相吻合的：一旦现有的投资组合遇到催化剂事件就会有业绩反应出来。

像我们橡树资本的人并不认为自己是宏观经济预测的行家，能够准确地把脉市场。但即使是最忠实的价值投资者也是基于预期的基础之上进行投资的：售价为X的资产价值将变成原先的两倍，而且最近这些日子，其他人会认识到它的价值并竞标购买，把价格抬高。即使是持有不可知论的股权投资者也是基于以下假设进行投资：经济将继续扩张，公司利润会持续增加，股价最终会上涨。

比如，投资者以准确的数据和合理的假设娴熟地分析，得出了内在价值或未来盈利增长的结论。我们姑且说，他们的结论从某种抽象的意义上来说是“正确”的。这样的预期最终能否达成存在很大的运气成分。

伦敦商学院（London Business School）埃尔罗伊·迪姆森（Elroy Dimson）的话很犀利：“不是将会发生，风险意味着一切皆有可能发生。”换句话说，未来并不是一个预定的注定要展开的场景，而是一系列可能性，其中的任何一个都有可能发生。不管理由是否充分或者像飞镖投掷一样具有不确

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定性，哪一个都可能发生，投资者应该有所准备。但未来，即使是最严格的派生图景都不是现实，任何事情都可能发生。

纳西姆·尼古拉斯·塔勒布（Nassim Nicholas Taleb）的《随机漫步的傻瓜》（Fooled by Randomness）一书中的观点与迪姆森的理论相衔接。世界是不确定的，甚至是随机的。什么“应该发生”可能是完全清楚的，这意味着我们知道未来应该持有什么。但是“应该发生”的事情可能没有发生——相反，其他的事情可能会发生——原因可能各种各样，可能是外来的、不可预知的，甚至是荒谬的。这些都可以被描述为随机：运气的结果，无论是好还是坏。

问题的关键是，我们构建投资组合，未来会确定我们的业绩表现是受到了奖励还是惩罚。期望实现了，人们普遍赚钱，否则赔钱。这个过程听起来以事实为依据，任人唯才，与运气无关，因此是值得信赖的。但是，这只是长远来看的平均状况。

有时，即使投资者的预测可能过于乐观，而他本应该能预测到风险的，但是，不可预见的积极发展，甚至没有基本面支撑的价格升值，使得投资者免于亏损。不管怎么说，股价上升，投资者会拍手称快。我会说他是“错误上的正确”或者“幸运”的。

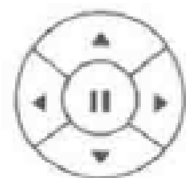
另一种情况，一个审慎的、熟练的投资者可能制定了一个非常合理的预期，但结果世界早已脱离了轨道，投资失败。他可能被描述为“正确上的错误”或者“倒霉”的。

投资者可能会采取适当谨慎的态度——比如1997年的科技股或者2005年时的房屋按揭抵押证券——随着多年来的价格飙升，你只会看到一个非理性的高估的市场愈演愈烈。他看上去很糟糕，是这句古老的格言的受害者：“过于超前自己的时间就是在犯错。”

此外，一旦看错市场时机，尽管可能不涉及基本面，投资者可能使用了借入资本在一个可笑的被严重低估的股票上集中持仓。但在升值预期可能发生之前，股市暴跌让你追加保证金，资金彻底被消耗掉了。正如凯恩斯（Keynes）所言，在市场回归理性之前，你很可能已经破产了。

2013年，股市技术分析师格兰维尔（Joe Granville）去世，他曾成功预测1976年之后两年，市场会下滑26%，这为他赢得了尊重和名望。但24年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



后，当他告诉人们2000年卖出科技股，他的看空警告不再准确。那么，他1976年的成功看空到底有多少靠的是技术，还是说仅仅靠的是运气。无论如何，在众多从事投资同行中，他仅凭借“正确的一次”连胜。

我记得在1963年时的沃顿商学院学习的第一件事就是一个决定的正确性不能从其结果来判断。因为世界上工作的随机性和未来的不可预测性，许多错误的决策也会出现好的结果，而许多好的决策却以失败告终。

投资成功不仅仅需要投资者把“正确”的组合放到一起，而且还需要遇到有利的环境。也就是说，成功蕴含着很大的运气成分。没人能够每一次都很幸运。但从长期来看，熟练的投资者判断正确的次数多一些。对于这些投资者，“就不是运气的事了”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10 霍华德·马克斯：谨慎前行

霍华德·马克斯（Howard Marks）是橡树资本的董事长及联合创始人，其备忘录受到许多投资大家如巴菲特等人关注，曾著有《投资最重要的事》，是投资领域的领军人物。

2014 年 2 月底，瑞士“金融经济报”（Finanz und Wirtschaft）记者克里斯托夫·吉西格（Christoph Gisiger）采访了霍华德·马克斯（Howard Marks）。以下是部分采访内容。

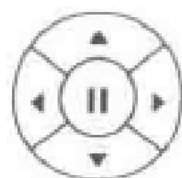
问：马克斯先生，下周华尔街将庆祝股票熊市结束五周年。回看金融危机时那段黑暗的日子，您有什么想法？

答：人是决定金融市场进程的重要因素，股价就像躁狂的抑郁症患者一样波动。当然，在 2008 年和 2009 年也存在一些严重的基本问题，但大多数人夸张地认为世界即将结束，与之伴随的是资产价格低得离谱。因此，五年前赚钱的关键是去花钱和有勇气花钱。换句话说：要和当时大多数持错误做法的人们反着来。

问：您怎么看今天的股市呢？

答：2012 年初，国家已从危机中复苏。经济、投资者心理和信贷投资的价格已经恢复，风险行为已经开始回归市场。过去几年橡树资本的口号一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



直是“谨慎前行”。虽然现在环境已经改变了很多，但我仍然认为坚持这个口号是必要的。今天，大部分资产的价格有些偏高，不像五年前危机中那么便宜。但我认为当前还不存在泡沫。

问：本周标准普尔500指数再创历史新高，您通过什么指标来感受市场的脉搏？

答：最简单的就是看标准普尔500指数的市盈率。战后标准是约16倍，我见过的最低点是在20世纪70年代末，降到了7倍。在2012年初大概是11倍，这已经是相当便宜了。所以，我在2012年3月的备忘录《旧景重现》（Déjà Vu All Over Again）中写道：股票都相当便宜。但现在已不存在了。

问：那我们现在处在哪个阶段呢？

答：想想一个钟摆：它从非常贵的点摆动到非常便宜的点，但它永远不会中途停止，它也不会只摆动半程。随着股市走牛，更多的人会入市。从1960年到20世纪90年代中后期，大家都以为持有股票是没有风险的致富路。股票从平均每年上涨10%，到20世纪90年代每年平均上涨20%。2000年至2012年间，先后爆发互联网泡沫和金融危机，人们不再迷恋股票。这样股票又变得非常便宜。现在，人们再次坠入“爱河”。股市每年都能赢回一些信徒，直到最后一个人跳上船，那时候就是上升阶段的顶部。但我想这个热潮还没有到来。这是值得乐观的一个理由，因为这意味着可以进一步深入培养感情。

问：随着牛市的持续，投资者应注意什么风险？

答：如果我问你投资中的风险是什么，你可能会说是赔钱。但实际上投资有两种风险：一是赔钱，二是错过机会。你可以排除其中的一个，但不能同时排除两者。所以，问题就是你如何在这两种风险之间摆好自己的位置，是直接待到中间，或是更积极，再或者更注重防御。我觉得它就像是一部喜剧电影，一个家伙正在考虑做什么。他的右肩上坐着一位白衣天使，白衣天使说：“不，不要这样做！这不够谨慎，这不是一个好主意，这不正确，你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会惹麻烦的。”另一个肩膀上是一个手持干草叉的红衣魔鬼。他低声说：“去做吧，你会发财的！”最后魔鬼往往获胜。谨慎、成熟以及做正确的事是守旧思想。只要不是处于恐慌时刻，这种守旧思想与致富的欲望比起来，后者往往获胜。这就是为什么会产生泡沫，伯纳德·麦道夫（Bernie Madoff，美国历史上最大的诈骗案制造者）为什么能骗到钱。

问：如何才能不被魔鬼所困呢？

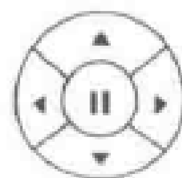
答：我从事投资行业已经超过 45 年了，积累了很多经验。此外，我不是一个很感性的人。事实上，我知道的几乎所有伟大的投资者都不是情绪化的。如果你不理智的话，你就有可能在顶部买入股票，那时大家情绪都很高涨，价格也高。你也可能在底部卖掉股票，那时大家都很沮丧，价格也低。你会像其他人一样，在极端的情况下永远做错误的事情。因此，理性、不受情绪左右是一个成功的投资者最重要的标准之一。如果你不能保持冷静，你在这段时间就不应该投资。最伟大的投资者大多奉行逆向投资。与多数人的做法不同，他们在极端的情况下做正确的事。所以，理性、不受情绪左右是逆向投资的基本要求之一。

问：投资者现在应该注意哪些警报呢？

答：需注意估值和行为。拥有历史估值标准对于投资来说很棒。但你只需了解它们，而不能成为它们的奴隶。你可以将当前的 P/E（市盈率）和历史标准进行对比，来判断目前的 P/E 是否合理。估值在多数领域都是适中到稍贵一点。看看投资者的行为，在俱乐部、在火车上或在办公室是不是每一个人都在谈论股票？是不是每一个人都很轻松地赚到了钱？是不是大家都在说“尽管市场已经翻了一番，我打算再投更多的钱”？每次交易都售罄？每只基金都销售一空？如果是这样的话，那么你应该非常谨慎了。就像沃伦·巴菲特说的，也是我最喜欢引用的一句话：“别人越是草率，我们越要加倍谨慎。”

问：美联储和其他央行鼓励追逐风险的行为，如零利率、大规模债券购买计划。您怎么看这种超宽松的货币政策？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



答：很多金融市场都存在大量、过度使用廉价资金的现象。你看看周围，这些地方都有共同点：美国的西南部、中国、爱尔兰和西班牙。建了太多的房子！都是因为宽松的货币政策。毫无疑问，美联储的宽松货币政策存在危险的方面。但从另一方面讲，央行在金融危机期间降低利率是绝对必要的，否则可能会陷入更大的麻烦。每一次政府行为即使政策是正确的也会有副作用，就像用药一样。

问：有哪些副作用呢？

答：其中一个负面后果就是货币贬值。如果你是一个公司，贷款利息成本已经大幅下降。但如果你已经退休，需要领取养老金来维持生计，那你的收入就会缩水。另外一个重要的威胁是，由于央行把利率降到如此之低，人们要获得所需回报的风险系数也大大增加。过去，人们从美国国债中可获得6%或7%的收益率。现在，他们必须要做类似“高收益债券”这样风险较高的投资，才能获得相同的回报。

问：您认为债券市场的前景怎么样？

答：20世纪80年代初的一笔贷款，我记得很清楚，当时利率达22%以上。因此，在过去33年中，随着利率的下降，债券投资已是非常成功。但可能不会持续很长时间，因为现在利率几乎为零。我敢肯定利率不会低于零，不可能出现负利率。此外，市场的状况随时会改变，我们并不总能知道它们会如何改变。大多数人都认为美联储很有可能会继续减少购买债券。但我们不知道结果会怎么样。换句话说：每个人都认为减少购买债券会导致利率上升。但或许利率上升已成为大家的预期，而逐渐减少债券购买本身不会导致利率上升。

问：即使美联储逐渐缩减QE3，美国仍会继续非常宽松的货币政策。由于全球各地的央行一直在印廉价的钞票，许多投资者迷上了黄金。您有什么看法？

答：2010年底，我在备忘录《所有闪光的东西》（All That Glitters）中写道：投资黄金没有聪明的办法。一个专业人士通过观察一个公司，并搞清

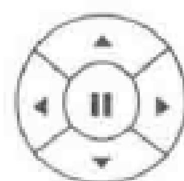
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

楚它值多少钱，再比较公司当前的价格，他就心中有数。但你弄不清楚黄金值多少钱。它并没有多大的实际用途，也不会产生收入。你可能会说，黄金是一个不错的选择，因为它可以保值，它可以抗通货膨胀，在恐慌的时候还可以给人安全感。所以，你认为今天可以花1300美元/盎司买黄金。但问题是，黄金的价格之前在1900美元时，这些理由同样成立。在1900美元/盎司时买入的投资者现在已经赔了1/3。黄金的价值无法转换成美元。如果你要从“gold”一词中拿走一样，那你就拿走字母“l”吧。这样你就有了上帝（god）。分析永远都是这样：你要么相信，要么不信。

问：那么，好的投资者是怎样的呢?

答：没有人能解决自己的牙科问题、医疗问题或者法律问题。其他领域也一样，做投资不容易，你应该聘请专业人士。如果你想做到平均水平还是很容易的，可以买指数基金或共同基金的投资组合。但对我来说，成功的投资不是达到平均水平，而是要高于平均水平。这点很难做到。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



11 布莱恩·罗杰斯：投资失宠的好公司

布莱恩·罗杰斯是普信集团的董事长兼首席投资官，同时还管理着普信股权收入基金（the T. Rowe Price Equity Income Fund），他采用收入价值导向策略。近期，罗杰斯在一家财经网站上回答了投资者关切的问题。

问：您是如何进入投资领域的？谁对您影响最深？

罗杰斯：20 世纪 70 年代末，我的第一份工作是美国信孚银行（Bankers Trust New York Corporation）的金融和信贷分析师。在投资方面，我深受哈佛商学院的三位教授比尔·弗鲁汉（Bill Fruhan）、诺曼·巴什扎克（Norman Bartczak）和杰伊·莱特（Jay Light）的影响。还有大卫·德雷曼（David Dreman），他在三十多年前写了几本关于逆向投资的书。格雷厄姆和多德的观点——“用 50 美分购买价值 1 美元的东西”很有意义。我早年在普信集团时，曾密切关注过约翰·奈夫（John Neff），这位温莎基金（Windsor Fund）的传奇人物，他的投资理念也深深地影响了我。

问：如果资金较少，您会关注哪些方面的投资？怎么去估值并进行盈利预测呢？对冲投资组合方面，您有什么建议？

罗杰斯：从本质上讲，虽然对流动性要求不高，但要做出正确的投资决策，少量资金投资面临的挑战和大资金是一样的。投资者须关注交易成本并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多思考税后的情况。我遵循的基本方法就是投资失宠的好公司。我用了很多的估值技巧来确定估值异常的股票，而我一直对盈利好、现金流和分红诱人，并处在历史低位的公司感兴趣。我是一个逆向投资者，一直牢记着巴菲特的那句忠告："在别人贪婪的时候恐惧，在别人恐惧的时候贪婪。"

在对冲投资组合的风险方面，想一直跟对市场的节奏很难，我经常的做法是，关注好公司的价格。如果一只股票的估值已不可能再往上涨了，那就做对冲。有很多方法可以降低投资组合的波动性。一些投资者买入看涨期权(Covered Call Writing)，这样可以减少投资组合的波动性并增加收入。也可以买入看跌期权，以降低下跌风险。我认为，个人投资者最好的办法是多元化投资以降低风险。

问：如果管理一只独立的对冲基金，您会如何控制投资组合的市场风险呢？能否分享一下您对未来五到十年的宏观经济形势的看法，以及如何据此来构建投资组合？

罗杰斯：投资者所面临的最后挑战就是评估市场状况和市场风险水平。我比较了不同资产类别的预期回报，并根据以往丰富的经验来判断其相对价值。在当今世界上，固定收益证券的预期回报率在3%以内，现金的预期回报在1%以内，股票的预期回报为6%-9%。每个投资者都需要自己判断，为了获得高收益，甘冒股票投资的巨大风险是否值得。

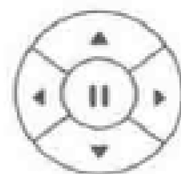
经过五年的增长，现在市场上便宜货已经很少了。虽然市场整体估值合理，但投资者应避开投资过旺的领域，如生物技术和传媒。在我看来，这些领域类似于1999年和2000年的状况。

未来五到十年，肯定会有很好的发展，但可能会有一两个温和的修正期，很有可能还有一次熊市。与此同时，估值普遍合理，全球央行都实行宽松模式，全球经济适度增长是有可能的。

问：您的基金储备是多少现金？您是愿意持有稳定的现金储备，还是倾向于在市场变得昂贵时不断地变现？另外，您目前的个人资产配置是怎样的？

罗杰斯：目前，现金储备占基金的比重约为7%，一年前是3%-4%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



今天有吸引力的机会已经很少了。市盈率有些高，有更多的股票适合卖出而不是买入。就我个人资产配置而言，我没有遵照多元化配置原则，因为我80%的资产净值是普信集团的股票，10%是现金和固定收益类基金，剩下的10%投向普信股票类基金，包括股权收入基金。

问：当您考虑在现有的投资组合中再增加一只股票时，您怎么平衡其股价表现和股息状况？

罗杰斯：当做一个新的投资时，我们不仅看资本增值，还会看有吸引力的并不断增长的股息。简单来说，股权投资的总回报率接近股息率加上公司增长的速度。长期来看，股息对投资总回报的贡献显著些。我们组合的115只股票，约110只都派付股息。谈到股息收益率最高的股票，我们的经验是，具有高收益率的公司往往最终会削减它们的股息，所以，我们很自然地对股息收益率最高的股票心存怀疑。

问：能否讲讲您的卖出纪律？

罗杰斯：我主要关注以下方面：股价已经高于平均市盈率水平，以及股息收益率已经下降，公司看起来已不会再便宜了。

投资组合周转率越小为好；低周转率可以省钱。当投资一家公司时，至少要持有几年时间。仓位配置方面，我们的投资组合现在有115只股票，核心持股占投资组合资产的1%–3%。约有20只股票，要么准备加仓，要么就是仓位已经很少还没有卖完。

问：由于一些结构性限制因素，哪些市场是低效的？

罗杰斯：虽然许多人认为美国和发达市场相对来说更为有效，但是，投资者在对公司进行估值时，会出现估值过高或者过低的情况。投资者倾向对成长型及发展方向确定的公司支付溢价，而回避有争议的和发展模式不稳定的公司。很多的行为模式助长了市场低效。很多投资者都是短期投资，如果你有长远的眼光，与其他投资者相比，你的收益就会大相径庭。

美国以外的市场，尤其是新兴市场，固定收益市场的某些领域，如高收益债券领域等都存在低效的状况。市政债券市场也有投资者可以利用的低效

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

领域。

问： AT&T 公司（美国电话电报公司）好像比电缆股票便宜得多，你觉得这个有保障吗？通用电气分拆如何改善其 PE？有没有什么目标？未来几年大市值银行股如富国银行（WFC）、美国银行（BAC）或美国合众银行（U. S. Bancorp）等，合理的市净率是多少？专注于 10-20 只股票的投资者在股票风险认知上是否过于自负？

罗杰斯： AT&T 公司发展速度已经有点落后了，我认为 5.2% 的股息收益率很安全，你可以把 AT&T 公司看作是固定收益型股票的代表。现在以 12-13 倍市盈率交易，实际上是打折了，当然也可能是因为该公司的盈利只是适度增长。总之，AT&T 会给投资者带来稳定的投资收益及适度的股息增长收益。

通用电气公司计划分拆其部分金融服务业务很可能会提升其市盈率，因为金融服务公司的市盈率比工业企业要低。2013 年 GE 公司股票表现还是很不错，但 2014 年相对落后，现在估值相对合理。

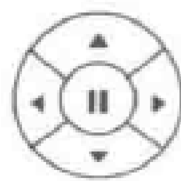
至于上述三家银行，最有可能上涨的是美国银行，现在其股票以低于资产净值的价格交易。富国银行和美国合众银行已上涨一段时间了，现在股价已经高于资产净值。因此中期来看，美国银行应该会比这两家银行上涨的空间更大一些。

我佩服只持有 10-20 只股票的投资者，因为他们有坚强的信念。我管理的普信股权收入基金以多元化的方式投资。这两种方法，只要能为投资组合经理所用，都是可行的。如果投资者自认为知道一只股票的所有风险，其实是自欺欺人，无论是 10 只股票的投资组合还是几百只股票都是如此。

问： 过去几个月中，黄金价格跌宕起伏，您更喜欢哪些采矿公司？

罗杰斯： 2013 年，黄金价格大幅下降，黄金股下跌更为显著。2014 年初，我参加了《巴伦周刊》圆桌采访时提到黄金投资已失宠，但看好纽蒙特矿业（Newmont）今后的表现。如果你正考虑投资黄金，我真心建议你分散到少数几家公司，如美国纽蒙特矿业公司（Newmont）、加拿大黄金公司（Goldcorp）、阿哥尼可老鹰矿场公司（Agnico-Eagle Mines Ltd）和非洲巴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



里克黄金公司（Barrick Gold）等。至于油田服务公司，我投资的有斯伦贝谢（Schlumberger）和戴蒙德海底钻探公司（Diamond Offshore Drilling Inc），它们是石油服务行业两种不同投资类型的代表。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

12 韦茨基金：上阵父子兵

尽管管理着不到 10 只基金，但韦茨投资管理公司的总裁和创始人沃利·韦茨（WallyWeitz）高瞻远瞩，专注于价值被低估的公司。

12 岁时，韦茨购买了人生中的第一只股票，通用电话电子公司（GTE），每股 26.38 美元。三年后卖掉时，股价涨幅超过了 60% 。

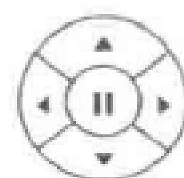
韦茨成家后，在妻子的家乡——美国内布拉斯加州奥马哈市找了一份经纪人的工作。

正是在这一时期，韦茨有幸结识了巴菲特。韦茨回忆道，“老板带我去参加了伯克希尔·哈撒韦公司的会议，当时伯克希尔·哈撒韦公司的规模还比较小。”自 1976 年以来，韦茨一直持有伯克希尔·哈撒韦公司的股票，当时他花费了 300 美元，现在这些股票的价值约为 17.45 万美元，至今，伯克希尔仍是公司的重仓股之一。虽然一些投资者对巴菲特离开后的哈撒韦公司有些担心，但韦茨认为，其创始人已把各部分整合到位，足以保证给予股东持续的回报。

子承父业

韦茨的小儿子，33 岁的德鲁·韦茨（Drew Weitz）回忆，他的父亲从不会正襟危坐着给他讲述股市，“反倒是我们在餐桌旁就餐时经常会谈论股市。”2008 年，在芝加哥基金管理机构亚瑞投资公司（Ariel Investments）做

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



了四年的分析师后，德鲁加入了父亲的公司。

韦茨说，他并没有打算很快退休，也许永远不会退休。“我一直不停地说我十年后再退休。”他说。如果有突如其来的变故，负责日常运营的肯·斯托尔（Ken Stoll）将会打理一切。而布拉德·辛顿（Brad Hinton）将接任首席投资官，布拉德是韦茨平衡基金（Weitz Balanced fund）研究部主任和经理，目前管理着1.31亿美元的韦茨平衡基金。从长远来看，德鲁将会有名副其实的位置。韦茨说，但“我们不看中职位”。自2006年以来，韦茨有计划地向其员工出售股份，现在韦茨持股约占公司55亿美元资金的26%。

晨星基金（Morningstar）的分析师凯文·麦克戴维特（Kevin McDevitt）说：“沃利现在已是家喻户晓，但他很低调。他并不自我，善纳良言。这些特质预示着其公司的换届交接将会很顺利。”与此同时，韦茨的下属所做出的积极贡献也会产生正面的影响。戴夫·帕金斯（Dave Perkins）、布拉德·辛顿以及德鲁·韦茨等扩大了韦茨基金的投资领域，如技术、医疗和能源等。该公司第一大重仓股瓦兰特国际制药公司（Valeant Pharmaceuticals International），就是出自韦茨价值基金（Weitz Value fund）联席经理帕金斯之手，帕金斯是一家医院管理人员之子，他是医疗卫生保健领域投资的倡议者。

淘点便宜货

韦茨基金总部位于距奥马哈市中心5英里一个不太知名的办公园区内。到访基金总部的人会感觉韦茨及他的公司很“接地气”。韦茨不喜欢投资热门领域，而更擅长发现别人忽略的标的。和CEO们在一起的时候他经常说：“假设房间里就我们几个人，公司的股东就我们几个的话，你们会怎么做呢?”辛顿说：“他们通常会告诉他真实的想法。”韦茨的投资期限很长，很多投资不是按几年来计量，而是几十年——这也是一个促进因素。“一旦你取信于管理层，你就可以参与其中，而且可以进行不同形式的对话。”辛顿补充说。

辛顿说韦茨低调和公正的品格也给公司留下了永恒的印记。投资团队由七名股票分析师和经理、两名固定收益专家、一个交易员组成。在每周的投资会议上他们相互交流并审核彼此的想法，并且在会后经常联系沟通。他们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不在担心“市场会怎么样”上浪费时间，也不会去讨论一个行业相对于其他行业的好处。德鲁·韦茨说：“我们主要关心的是，能否找到具有较高的安全边际的好公司。”

不过，公司的每一位员工都信奉一个共同的理念：“像企业家一样去投资，尽可能以低价来购买股票，甚至比知情投资者（an informed investor）愿意支付的价位更低。”

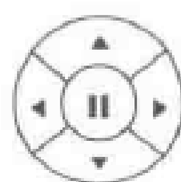
评价安全性有很多的方法，但主要取决于沃利和他的同事认为一家企业的价值怎么样，和当前的市值有什么联系，他们惯用以 1 美元为单位。例如，所有投资组合的加权平均数约为 90 美分，或者是其内在价值的 90% 。这样的估值让他感觉到安全，但是放眼市场，大部分股价已被高估。因此，他和其他基金经理一直维持自己的现金储备。例如，全市值合伙人价值基金（The all-cap Partners Value fund），现金约占 28% 。韦茨不认为 2008 年和 2009 年的悲剧会重演，这样做完全是为了淘点便宜货。

2009 年年初，很多蓝筹股相当的便宜，很多公司的股票已达历史的底部。韦茨鼓励他的团队采用中间策略，即专注于被市场抛弃但他们足够熟悉的好公司。

韦茨说，公司管理层的质量和其资产负债表一样重要。现金的能量是巨大的，但有好的管理层才能让它们发挥应有的作用。对于韦茨来说，传媒巨头约翰·马龙（John Malone）就是这样的管理人。自 20 世纪 80 年代以来，韦茨就开始不同程度地持有马龙名下的自由公司（Malone's Liberty companies）的股票，目前，这些自由公司中有 4 家是在股市公开交易的。在 2009 年，自由全球（Liberty Global）公司的股票因公司杠杆过高而遭受投资者的疯狂抛售，股价跌至每股 10 美元。此时，韦茨则大量加仓自由全球公司的股票，2014 年该股最高逼近每股 87 美元。

2009 年，与当时的很多投资者不同，韦茨很乐观。但危机后的三年，韦茨基金遭遇了 4 亿美元的赎回。基金投资者们因为上一年赔了一点就赶紧卖出，并跟风而动，买入当年跑赢市场的基金，这让韦茨感到非常沮丧。不是因为投资者与他在市场下跌时买入的策略相悖，而是因为投资者们最终会亏钱。现在韦茨基金回报强劲，公司又出现大量资金流入。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



储备大量现金

韦茨一直储备有大量的现金，一旦股价下跌时，他就可以趁机买入而无需大规模地抛售已经持有的股票。在他看来，价值不是绝对的。这也解释了为什么韦茨基金喜欢持有像谷歌（Google）这类公司的股票。韦茨六年前就购买了谷歌公司的股票。韦茨说："当我跟传统媒体人聊天时，关于谷歌的话题不断地出现，每个人都把谷歌视为其业务的最大威胁。"当时，谷歌的市盈率约为 17 倍，相对于韦茨的安全标准，估值稍有点高，他更喜欢个位数的估值，但 20% 的年增长率以及新的盈利增长平台，如 Android 系统等打动了他。

韦茨说："传统的价值与增长之间并不存在真正的差别。"他乐意去研究那些股价不能反映企业真实价值的公司。

韦茨认为，韦茨合伙人机会基金 III 最能反映他的风格。不是做空个股，而是做空细分市场中被高估的股票。韦茨说，"这样我就可以购买更多我喜欢的股票。"最近，他做空标准普尔 500 指数和罗素 200 指数，以及长期国债。

2011 年底，德鲁被任命为韦茨山核桃基金（the Weitz Hickory fund）的联席经理，该基金资金规模约为 5 亿美元，主要集中投资中小盘股策略，之前近十年一直由沃利单独管理。

此次合作是互利的。老韦茨有着几十年的洞察力，年轻的德鲁有着宽阔的视野。当帕金斯首次提出飞机零部件制造商 TransDigm 集团时，德鲁就能看到其未来的价值。其管理团队除了有着"有私募股权的思维方式"外，TransDigm 还有着很高的进入壁垒，如资金成本和时间成本很高，需要获得美国联邦航空管理局（Federal Aviation Administration）的批准，并且有一大批老客户，销售额的 80% 来源于售后市场。德鲁说："从某种程度上说，就是年金式的资金流入。"在 2012 年底，投资者普遍担心财政悬崖将导致运输行业的动荡，TransDigm 的股票以其真实价值的 75% 进行交易，此时德鲁大量购入。

德鲁说："对于我们来说，可靠的现金流非常重要，能够合理调配现金流的管理层非常睿智。"一年后，该股的股价为每股 160 美元，涨幅超过了 43%。德鲁说："现在，我们仍然认为这个公司是个价值股，但需要给公司的成长留点时间。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

13 雷·诺特：受益于事件驱动型投资

高透明度、好的信息渠道以及事件驱动策略，造就了美国对冲基金公司天桥资本（skybridge capital）的成功。

当前是事件驱动型对冲基金发展的大好时机。公司并购活动的增加，以及上市公司资产负债表状况良好，使得公司可以进行股票回购。成立于1992年的对冲基金研究公司（The Hedge Fund Research Inc.）创建的事件驱动指数（Event-Driven Index）五年年均回报率为9.47%，整体表现比对冲基金高约3个百分点。

天桥资本总部在纽约，管理着约110亿美元的资金。

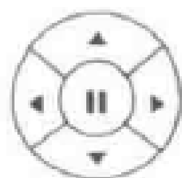
事件驱动型基金推高了天桥资本的表现。2014年上半年该基金上涨了5.62%，而HFRI基金综合指数只上涨了约2%。

《巴伦周刊》记者2014年7月份在天桥资本联席管理合伙人兼首席投资官雷·诺特的办公室对他进行了采访，以下是采访内容。

《巴伦周刊》：您对当前的宏观形势如何看？又是如何进行资产配置的？

诺特：我认为现在是刚从底部开始反弹的时候。这意味着美国经济不会进入衰退，但也不会出现4%或5%的GDP增长。至于投资方向，我仍然看好美国股市。2014年年初我们预计美国股市的回报率很可能在10%左右。到目前为止，已经非常接近了，标准普尔500指数上涨了约7%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



《巴伦周刊》：您是怎么做的?

诺特：2013年年初，我们已经决定转向事件驱动型策略或股票策略，调高了贝塔系数，现在为0.5，这意味着我们的投资组合波动情况是标准普尔500指数的一半左右。2010年至2012年，我们的贝塔系数约为0.2。到了2013年，我们调整至0.5。2013年全年和2014年第一季度都是如此。到第二季度，鉴于我们预计股市回报率约为10%，市场不是很贵但也不便宜，定价似乎很公平。但是目前的价位，向上和向下的可能性是均等的。我们更喜欢不均等的机会。事件驱动型策略尤为如此。

《巴伦周刊》：这是否意味着您已经削减了股票方面的持仓?

诺特：我们的长期和短期持股相对较少，目前大约减少了一半持仓。至于事件驱动型基金，仍约占我们资产净值的40%，但我们做了一些调整，更倾向于低风险基金或者低风险对冲。投资组合贝塔系数，大约从0.5降到0.3和0.35之间。

《巴伦周刊》：股票比债券更有吸引力吗?

诺特：可以将政府债券、企业债券以及高收益债券等固定收益类债券分开来统计，然后再看看股票收益。你就会发现，拥有高股息收益率的股票比拥有收益率为2.5%的美国国债要好。10年期美国国债在市场上交易现在非常困难。很难解释为什么收益率从2013年年底的3%下降到现在的2.5%。美联储正在逐步退出量化宽松政策，但是，利率还在继续走低。收益损失的风险会从2.5%上升至3.5%。这个时候持有国债有些不值。利率在当前的位置会维持6到12个月吗? 当然可以，美国国债仍可以作为避险的选择。

《巴伦周刊》：自2008年至2009年的金融危机以来，对冲基金发生了哪些变化?

诺特：对冲基金投资现在越来越透明，信息更畅通，获取公司内部消息更容易了。我们的仓位级别是完全透明的，在金融危机之前基本上不可能。这肯定是一件好事。作为一家对冲基金，如果没有非常好的体系、结构、调控和第三方后台管理功能，你就不可能募集到资金。基金经理身后的组织构

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

架质量越来越好，而对冲基金的管理费用却普遍下降了。

《巴伦周刊》：对冲基金收费方面主要还是2%的管理费和20%左右的利润收益吗？

诺特：管理费用已经削减了不少，但现在还处在高位。现在的情况对投资者要求降低费用有利，特别是大客户。如果你有大资金，购买力就强，你就可以把管理费压低。对于基金中的基金（fund of funds）来说，管理费已被投资者们压低，尽管不是全面的降低。更重要的是，只要你能够为投资者提供价值，投资者才会认为支付费用是合理的。肆意收取管理费的日子已经一去不复返了。

《巴伦周刊》：对冲基金从金融危机中收获了什么？

诺特：超乎人们的预期，现在很多公司都破产了。它们的资金只是随机分配，投资过程没有条理。如一切都顺利，结果还好。如遇艰难情况，你就能分辨出孰优孰劣。

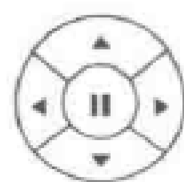
危机后一个很有效的举措——沃尔克规则（Volcker Rule），基本消除了银行以及投资银行的自营交易业务，它们曾经是对冲基金的巨大竞争对手。银行可以利用其强大的资产负债杠杆，它们的资金能力几乎是无限的。监管层在降低这些金融机构的风险方面和消除用于交易的无限杠杆方面是非常有效的。如今，随着银行撤出自营交易业务，对冲基金的交易机会将持续更长时间。

《巴伦周刊》：能分享一下您的资产配置方法吗？

诺特：我们的投资策略基本分为三个类型。一、产生现金流策略，包括固定收益类投资。价格没有发生变化，但你仍然可以挣到钱。因为它们能产生固定的现金流，你可以得到资本增值和现金流。二、事件驱动型或者催化剂策略，经理人押宝于驱动型事件或可创造价值的催化剂，但如果投资错了，你可能会失去本金。三、紧盯市场策略，投资成果就是市场的上升或下降。

在后危机时代即2009年至2011年，我们采用现金流导向策略，主要的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



配置是固定收益类投资，关注机构的抵押贷款、预付款项以及它们再融资的速度。当时最高配置达我们资产的40%。到了2012年和2013年，这类配置开始减少。在2010年，我们放弃了大部分高收益资产投资，因为后危机时代的息差变化非常快。在2011年年底，欧洲债务危机后，美国国债收益和股票收益间的差距扩大，我们再次发现了投资高收益类资产的机会。直到最近，我们又减少这类配置，因为息差再次收紧。

《巴伦周刊》：您避开了哪些策略？

诺特：我们完全绕开了宏观策略。因为在宏观策略下，经理人往往会押注更广泛的主题，如利率、大宗商品、货币等的走势。这样，想要产生足够好的回报率就太困难了。要采用一种投资策略，必须对可预测的回报率有信心。

《巴伦周刊》：事件驱动型股票基金为什么会有这么高的配置比例（40%）呢？

诺特：首先，如果是在股市大幅走高时，那么经理人应该会做得非常好。如果在平稳上升的市场，它们的表现可能和市场差不多，或好一点点。如果市场下跌，事件驱动经理人就会有赚钱的机会。在市场上可能会有些损失，但驱动事件会弥补这些损失，如企业并购或分拆。我们都清楚，如果市场大幅下跌，我们都会赔钱，但和市场整体情况相比，损失会小一些。不过，目前我估计市场大幅下跌的可能性很小。

其次，大规模回购和额外股息也是利好。如果公司正在准备发放额外红利或大规模股票回购，这就是驱动因素。

另外就是企业并购活动。当股市处于公允的价格估值时，买方和卖方就会很容易成交。企业有大量的现金也是一个驱动因素。如果这些企业需要借用低利率资金，去杠杆化会给企业巨大的借贷能力。银行更愿意贷款给大公司。

《巴伦周刊》：可以分享一些对冲基金投资的事件驱动型案例吗？

诺特：艾尔健制药公司（Allergan）和瓦兰特国际制药公司（Valeant

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Pharmaceuticals International）的并购。瓦兰特正试图接管艾尔健，很多投资者都被吸引过来了，并且看多艾尔健。他们都认为瓦兰特会成功收购艾尔健，并推高股价。因此，更多的投资者跟进并交易，股价就会进一步上升，就会有更高的价值。

另一个案例是美国生物制药企业艾伯维（AbbVie）收购英国制药商夏尔制药公司（Shire）。这起并购更深层次的原因与“税收倒置”（tax inversion）有关，合并后的公司总部将设在英国，以便享有当地较低的税率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



14 杰弗里·冈拉克：投资债券的时候到了

双线资本的创始人和首席投资官杰弗里·冈拉克（Jeffrey Gundlach）被认为是新一代的债券之王。2012 年 7 月，他又准确预测了美国债券市场的顶部。

据杰弗里·冈拉克介绍，基准 10 年期国债是非常有吸引力的投资，虽然其收益率在 2014 年下半年可能在 2.2% 和 2.8% 之间。“对市场和经济来说，这是一个非常重要的时刻，”冈拉克说，“新兴市场可能会向上突破。上海现在已到了抉择时刻。黄金似乎已到了决定性时刻。”

冈拉克在 2014 年 6 月 10 日的投资者电话会议上谈到上述内容。他表示，随着近期国债收益率“反弹向上”，投资者应该考虑债券。6 月 10 日当天，10 年期国债收益报收 2.64%，而 2014 年的低点为 2.44%。

“我知道，因为低利率政策，大家都认为债券非常可怕。但大多数人错过了长期债券的一些盈利机会，年初的时候我们曾提到过。”冈拉克说，几乎没有人认为利率在 2014 年可能下跌，但长期国债一直是表现最好的资产类别。

利率仍将维持低位

冈拉克总结了美国利率下降的原因。

第一，退休金策略的转变，即从股市收益优先转向配置债券，以降低预

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

计负债。

第二，供给不足，特别是在美国长期国债市场，这也压低了收益率。美国央行超量持有这些债券，共同基金和其他投资者持有量则很少。事实上，巴克莱银行已将美联储持有债券排除在美国综合债券指数之外。

第三，经济增长疲软，收益放缓。国内生产总值真的无法预测，特别是在第一季度。直至 2014 年年初的时候，一致预期 GDP 还是 2.75% 。

第四，世界其他地区的数据不太乐观。欧洲出现通货紧缩的迹象，中国增长放缓。

第五，国债市场的“大空头头寸”也表明了收益率下降。

第六，其他国家和地区的利率政策。日本和大多数欧洲国家的低利率政策，包括西班牙、希腊这些最为脆弱的经济体，驱使投资者涌入美国国债市场。

第七，美元一直表现强劲，冈拉克希望美元继续这样，能对抗任何非美元计价的资产。但近期美元对欧元走强这一预期减弱，这也解释了为什么美国利率已经下降。

此外，冈拉克谈到了另一个抑制经济增长的因素——人口结构。冈拉克说，在未来 15 年人口结构变化将加速。发达国家的 GDP 冀望于下一代实在是一个很严重的问题，因为这意味着越来越少的工作人口负担着越来越多的工作人口。发达国家的 GDP 增长肯定会全线走低。

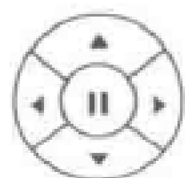
中国变量

很多人都在说中国 2014 年令人担心，在过去的几年里，一直有很多人在喊“狼来了”。这似乎让投资者颤抖了。在这方面，冈拉克认同共识，即中国是一个可观察的变量。

冈拉克怀疑中国 2014 年能否实现 7.5% 的增长目标。即使实现了这一目标，也是中国在过去的 24 年中增长最慢的。中国在经济上似乎在经历显著的倒退。近期上证指数的下跌也印证了中国经济增长不理想的观点。

自 2014 年 2 月中旬以来，中国的货币也在走弱。对美国的危险是，其他国家，特别是亚洲新兴市场，可以通过允许本国货币贬值来应对人民币贬

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



值，这将降低出口到美国的商品的成本。

法国兴业银行（Societe Generale）伦敦分行的全球策略师阿尔伯特·爱德华兹（Albert Edwards）曾在一份研究报告中警告新兴市场有“溃败”的可能，并建议美国投资者不要妄想美国的经济会和中国的经济脱钩。中国这些年给世界经济带来的最大的“成果”就是投资过剩，即通货紧缩。

冈拉克指出，2013 年，新兴市场货币的波动与 10 年期国债收益率密切相关。QE 逐步退出的迹象暗示美国国债的更高收益，新兴市场的反应则是货币贬值。但在 2014 年，美国国债收益率和新兴市场货币方向相同。

对这种变化唯一的解释就是全球经济疲软，因为债券收益率的下降与新兴市场外汇的疲弱和经济疲软是一致的。经济疲软正在延缓量化宽松退出的进程，这种变化值得引起重视。

债券市场的其他力量

冈拉克说，低通货膨胀率和经济增长放缓只是抑制利率的两个因素。

美联储的量化宽松政策导致其成为政府债务的最大拥有者（现在已购买了新发行的 70%），其他外国政府，如中国和日本紧随其后。冈拉克预计，这些持有者不会出售自己手中持有的债券，如果利率上升，他们可能会受损。

他们也不会通过共同基金出售，因为这样就会对收益率产生一定的负面影响。共同基金会获得整个债券市场的一小部分利益。

冈拉克预测，美联储的量化宽松政策不会在 2014 年结束。有些时候，美联储甚至无法维持每次会议规定的 100 亿美元逐减的步伐。“经济波动”不允许这种情况的发生，量化宽松政策将持续到 2015 年。

量化宽松政策的结果是，和十年前相比，美联储目前持有较长期债券。美联储拥有的 3/4 的债券为五年或五年以上期限。美联储一再表示，这些债券会一直持有直到到期，而中途不会出售。

冈拉克承认，美国消费者在金融危机后确实开始去杠杆化，但他对此是否会导致经济增长持怀疑态度，他认为消费者不去举债消费也可能给经济带

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来相反的后果。这也是他认为利率不会迅速上升的另一个原因。

在过去，美联储一撤销经济刺激时，国债收益率就会下降，因为这会削弱经济。

量化宽松计划结束前，美联储应不会提高短期利率。

冈拉克预测，10 年期国债的收益率应该接近 2.5% 。假如收益率低于这一水平，可能是因为经济严重恶化或通货紧缩风险加大。在 2012 年 7 月，当他预测债券市场底部，他说他有 90% 的把握。而现在只有 70% 的把握。

如果收益率下降到 2.5% 以下，可能会有极其痛苦的空头回补。2013 年，很多只做多头的债券投资经理及杠杆率较高的交易所交易基金（ETFs）流行的策略就是做空国债，以获取廉价资金。

其他资产类别

企业高盈利能力降低公司债券违约的风险，使其更具吸引力。但冈拉克认为，利润终究会回归均值，当前垃圾债券收益被高估。

如无违约，BB 级垃圾债现在收益率为 4.2% ，已处在历史低位，特别是和 30 年期国债相比。很多投资者将这些债券误认为是近期到期，并期待着被赎回。如果利率上升，这些债券被赎回的概率就会降低。随着交易更像是长期债券，其波动性会增加。鉴于所有的资金都流入到垃圾债券中，可能真是到了要崩溃的境地了。

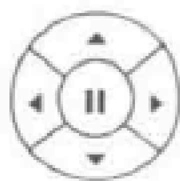
事实上，垃圾债券的收益率低于新兴市场债券，这还是首次。

对于股市，冈拉克认为，从历史上看，当经济刺激手段取消，股票市场就会走弱。保证金债务在原先的市场中已经到达顶部，步入“危险区域”。如果保证金债务从目前的水平下降，可能会导致两位数的下滑。

冈拉克认为，今后一段时间内，福利驱动型赤字增长模式将可能会造成一些问题。尽管现在状况很好，社会保障需要防范三年后大规模的赤字，医疗保险有可能也会走类似的路径。这个时间表大致与美联储国债投资组合的到期时间重合。

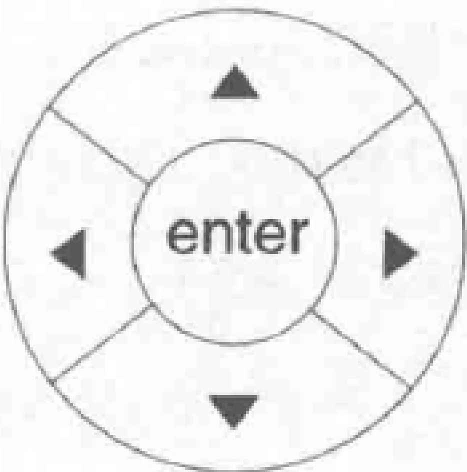
美联储所持有的国债每年都会有到期的，与此同时，赤字将达到爆发的高位。不出意外的话，社会保障、医疗保险、医疗补助和奥巴马医改支出等会加速赤字状态。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



冈拉克说，现在该是付出一些代价的时候了。如果美联储不继续购买这些债券，借钱资助这些政府债券的延期支付，那以后将会非常困难。这是我们未来几年需要密切关注的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



中篇

专家视角

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

15 查理·德瑞福斯：美国市场依然强劲

Royce Special Equity 基金和 Special Equity Multi-Cap 基金经理、小盘股之王查理·德瑞福斯（Charlie Dreifus）2013 年 10 月份发表时评认为，不确定性虽在，但美国市场看起来依然强劲。

以下是德瑞福斯评论的主要内容：

关于政府关门及经济状况

此次引发奥巴马政府关门危机的两党内斗并不光彩。不过，2013 年 10 月 17 日，周四凌晨，奥巴马总统签署两院刚通过的法案，历时 16 天的政府关门状态结束，联邦政府各部门将正常运营到 2014 年 1 月，与此同时，美国债务违约风险时点也被推迟至 2014 年 2 月。

早在 2012 年大选之前，我就说过，不管给国民带来怎样潜在的伤害，政治家本质上仍然是政治家。当一开始，伤害本可以限定在共和党内部的时候，越来越多立场不坚定的共和党温和派们（非茶党）开始动摇，并试图支持奥巴马政府再次运转时，政府关门就注定是短命的。以“疗伤者”的形象参加 2016 年总统竞选的渴望可能也激发了一部分共和党领袖做出支持重开政府的选择。

政府关门危机带来一系列损害，但也有一些补救措施出台，比如，随着汽油价格和抵押贷款利率的下降，美联储决定暂不退出量化宽松。此外，政

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

府关门虽然在短期内有一定的负面影响，但可能在未来一年，这些负面影响会渐渐消除的。

美联储对于是否退出量化宽松犹豫不决

包括我在内的大多人认为，由于五六月间的预先承诺，美联储没有观望经济和劳动力市场是否好转的机会，不得不开始践行承诺，逐步退出量化宽松。也许正是由于他们过早地声明退出量化宽松给经济带来不良影响，美联储开始犹豫不决了。抵押贷款利率上升以及新兴市场货币贬值正是他们预先承诺的后果。

在我的整个职业生涯中，我喜欢充分的信息披露和透明度，但我不赞成美联储未考虑成熟就发布的“退出量化宽松”的声明，因为它透露了太多的信息。有人可能会争辩说，在退出量化宽松之前，经济增速放缓已经提前出现了。但事实是，如果美联储在 5 月没有提议退出量化宽松，抵押贷款利率就不会飙升，第三季度经济可能会加速增长。

从本质上讲，直至通胀接近 2% 的底部范围的上端，退出量化宽松政策才会真正发生。当然，只要我们还依赖于赚快钱，我们就难以回到较为常态的市场环境中去。

在目前这样的“金融抑制”时期，确定一个适用的市场乘数非常困难。实际上，我们是在摸着石头过河。此外，就美国而言，和其他发达国家相比，由于我们独特的优势和前景，我们是处在市盈率向上的估值修复路径中吗？美国目前确实有如下有利条件：人口增长、潜在的能源繁荣、有竞争力的美元、有利的劳工结构、企业资产负债表强劲、制造业回流、房地产市场复苏等。

毫无疑问，美联储意识到了 5 月份预先承诺退出量化宽松的代价。然而，就像和一个难带的孩子相处一样，美联储可能创造了持续性的问题。

每次美联储试图紧缩，市场就会过度反应，最终导致美联储退避三舍。美联储必须在透明度以及释放过多信息反而会造成伤害两方面做出权衡。事实上也很清楚，就 5 月的退出声明试图重建市场预期这件事来说，美联储既是受害者也是施暴者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关于美国制造业复兴

随着各大产业（包括许多外国制造商在内）在美国扩大生产，作为美国经济复兴论的支持者，我看到，制造业在美国总 GDP 中所占的份额正在增加。

美国制造业将继续受益于一系列长期的竞争优势：如，可控的劳动力成本，丰富的低成本能源，稳定而灵活的劳动力市场，法治系统，相对的经济和会计透明度，有利的人口结构，深层次及流动性强的资本市场，相对完善的基础设施，以及处于历史低位的美元优势。美国的单位制造劳动力成本创纪录地稳定了 30 年，这是其他任何国家都不能比的。

此外，我们将成为世界上最大的原油生产国。我们潜在的能源自给能力给其他经济体带来了经济利益。我们将需要投入巨资进行基础设施建设，特别是管道系列建设。这些项目将对经济产生巨大的乘数效应，同时也将降低失业率。

能源复兴将导致更低的制造业能源成本价格，进而支持美国的制造业复兴，使美国在刺激结构设备花费、增加基础设施支出以及吸引外资方面在全球更有竞争力。

没有迹象表明美国近期会发生通胀

随着美国预算赤字开始萎缩，它反而可能减缓两党妥协的紧迫性。通胀将被压制，产能过剩情况仍然非常严重，过度刺激的新兴市场再也无法将这些过剩消化掉。

美国医疗保健通胀率已经下降至历史低位，这大大降低了政府对于医疗保险预算。一年前，如果可以排除掉其他原因的话，我们经常可以看到由于与异常低的数字进行比较而引发的通胀恐慌。但是，基本趋势仍然保持低位，处于被压制状态。

中国经济增速放缓造成的通胀缓解，就像早就设定好的一样，捆绑住了中国的手脚。有任何外在的宽松政策以刺激经济增长，那么，商品消费将加剧房地产通胀以及“鬼城”现象。这就导致一个结果：美国的通胀率依然较低，可以刺激我们的市盈率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

消费者目前正受益于抵押贷款利率和汽油价格的下降，以及净资产的增加。考虑到未来的通胀预期，这也不应该对股市构成问题。

美国的去杠杆化仍在进行：消费债务继续下滑；信用卡债务下跌幅度已经大于汽车消费贷款的增加幅度。事实上，在过去几年中，美国家庭已经还掉了 30% 的债务。

房屋净资产和抵押贷款债务自 2007 年第三季度以来首次持平。伴随着收入的增加以及支出的下降，美国联邦预算赤字现在“刚刚”达到我们 GDP 的 4.4% 左右，已经走出了危机区域。在经济数据改善预期下的利率提升，以及受到良好控制的通胀预期，不足以引发经济预警。

股利成长股的好处

低质量增长已经占据了股市——年初至今（即 2013 年年初至 2013 年 10 月），无任何收益的、无股息分红的、低 ROE（股本回报率）股继续跑赢大盘。这都得益于较高的市盈率，继而得益于较低的通胀、美元走强和较小的预算赤字等。可能通过更高的市盈率，市场能够预示更好的长期前景。

投资如公用事业、房地产投资信托基金以及电信业相对高收益的股票，还没有被证明可以避免损失，但却是许多人期望的保守的投资方式。请记住，我们从来没有强调过产量，但却主张股息增长。

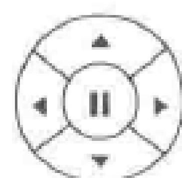
如果我们的逻辑是正确的，即倍数是公平的，甚至可以进一步推进，直至通胀带来了一个问题，那么，中国正在困境中自我安慰。也就是说，由于房地产市场过热，他们不能也不希望采取任何刺激经济的措施。因此，在中国没有任何经济刺激措施，在美国这里没有任何通胀的威胁，市盈率可以继续上升。

现在，许多人认识到另类投资是昂贵的，如果公共股票市场表现强劲的话，一般都可以获得良好的收益。

任何公司的价值都会随着长时期地派发现金分红而增长，所有其他指标也会随之增长。这就解释了我们为什么如此锲而不舍地寻找股息成长股。股息成长股一直都是一个有吸引力的资产类别。当一个人要根据传统指标来选择投资标的时，价值仍然是首要标准。

我们所寻求的其他指标主要是高 ROIC（投入资本回报率），高自由现金流、和高品质的财务状况等。股息的增加是最真实、有形的指标，可以使

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资者对公司的未来充满信心。股息也最不易被操纵抑或受会计花招的影响，因为现金流是真实的。

上升中的市场是否能让“主街”受益

从雷曼危机发生到现在已经5年了。一直有论调认为，代表投资家的“华尔街”在复苏中远比代表公众的“主街”受益。从雷曼兄弟倒下的前一天到现在，就业率一直没变，标普500指数提高了38%，但其中金融板块的比例从15.3%增加到了16.4%——所有当时经典教科书预言的经济复苏并没有发生。

不同于其他任何发达国家，美国的财政问题本身是成长的最好机会。这从某种程度上来说，可以归功于我们的人口增长，以及对移民、劳工政策(即关停非生产性设施)、自然资源的相对开放。就后者来说，目前我们的贸易赤字的50%以上是石油和石油产品带来的——接下来，很有可能是页岩油。

从现实基础上来说，和世界其他国家相比，美国的一个最吸引人的地方便是我们的长期通胀前景。我们受益于消费者债务下降、单位劳动力成本收益、低成本天然气的使用量增加，美元走强、潜在的医疗通胀放缓，以及我们既不依赖出口也不依赖进口的经济自足。

只要通胀率仍然保持低位，消费者就会受益，我们可以预期经济将进一步改善。利润率增长空间有限，因此，我们预计，盈利质量将变得越来越重要。

那么，最终的问题仍然是：我们能不能一直处于持续的无通货膨胀时期，虽然增长幅度不大，但倍数将持续上升?

或许它将进一步上升。这是投资者目前面临的共同难题，虽然悬而未决但却极有意义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

16 马克·墨比尔斯：小市场孕育大机会

马克·墨比尔斯（Mark Mobius）研究新兴市场的股票已经有30年的经验，20世纪末他被《华尔街日报》誉为“新兴市场教父”。马克·墨比尔斯管理的邓普顿新兴市场基金长期以来都拥有出色的投资业绩。

2013年11月份，马克·墨比尔斯讨论了小市场中孕育的大机会。“就像珠宝，‘浓缩的都是精品’，这句话同样也适用于投资界，体量小的公司可能蕴含着大的发展前景。”

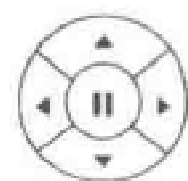
寻找小公司

新兴市场国家的指数往往是由能源、银行、电信、重工及采掘行业中的少数大型企业决定的。与当地经济因素相比，当地政治因素及全球宏观经济因素更能影响这些企业。因此，在这些国家，我们经常在个别小型和中型的企业身上发现有吸引力的机会，如消费品及轻工业等更多的创业企业。和上述少数大企业相比，这些公司大多都面向国内，因此，我们可以更好地把它们所处的国家及市场经济增长驱动因素结合起来分析。

通常情况下，这样的公司能以消费者为导向，这也让我们看到，基于不断增长的消费者需求，新兴市场公司渐渐从原先的出口和投资导向型增长转向消费型内增长模式。

世界各地的中产阶级不断增长，对新兴市场的消费者行为也有着显著的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



影响。新兴市场的消费者拿出更多的钱来消费，叫嚷着涌向啤酒、服装、手机等行业的消费品。此外，随着人们的地位越来越高，他们往往能够更大程度地影响政治和政策，继而更好地影响消费。

“中产阶级”的定义可能会因国家而异。特别是在非洲这样的新兴市场，非洲开发银行给“中产阶级”的定义是，与普通民众相比，在很大程度上拥有更高收入的群体，当然，非洲的普通民众的收入水平要远远低于发达国家。非洲开发银行估计，2011 年，超过 34% 的非洲人口接近 3.5 亿人可以归属于“中产阶级”，在 2010 年这一比例为 27% 。很显然，随着可自由支配收入的增长，非洲的消费文化也在滋长。

许多规模较小的公司也往往处于生命周期的早期阶段，因此，更有可能快速增长。例如，我们已经在诸如韩国和中国香港这样的市场中确定了几个比较小的公司，虽然这些市场已经能够通过强大的生产制造、营销和管理系统主宰本地的消费市场，但他们在全球范围内仍然很小。随着这些企业在当地市场脱颖而出，进而扩展到邻近的新兴市场，他们往往能够加速增长。

小公司分部的探索也是我们总体研究工作的重要组成部分，因为，一些小市值的股票很有可能成长为巨头。我们研究发现，例如在医药和消费必需品的一些小公司，已经演变为大市值公司。此外，规模较小公司的研究数据可显著增加我们对新兴市场经济体的基本条件的理解。

我们认为投资小公司的潜在消极因素也是可控的，包括研究花费的巨大代价、信息不足、波动性增加（特别是在短期内）和流动性有限等。有时，投资需要耐心，但我认为我们的长期关注有助于管控这些风险因素。

截至 2013 年 9 月，我们的研究团队在新兴市场的小公司股票池中已确定了约 2.15 万家企业。当信息不足时，我宁愿把它看成是一个潜在的优势。当信息量稀少且难以接触到的时候，可能会出现异常的估值，但我相信我们的研究方法会使我们很好地发现这样的机会。我们在新兴市场强大的本土团队也是一项很大的资产，目前，我们在亚洲、中南美洲、欧洲、中东和非洲地区的 18 个城市都有研究成员。

考虑到这些因素，我认为只集中在较大市场领域的投资者可能会错过最具活力的新兴市场经济体领域。我认为，在这样的环境中，详细的且专注于股票的研究，旨在识别公司业绩和盈利能力的驱动因素是一个重要的投资过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

程。规模较小的公司代表了不同的投资机会，特别是对于那些寻求在许多新兴市场强劲增长的长线投资者。

非洲钻石业的崛起

我们对非洲感兴趣有很多原因。有人可能会说，非洲最大的资产就是其年轻的人口。许多国家现在的平均年龄在 20 岁以下，这意味着大部分的非洲人口依赖于成年劳动力。然而，这也意味着今后将出现大规模的劳动力，并且其家属抚养比例可能是全世界最低的。这个庞大而年轻的人口是我们感兴趣的一个重要理由。同时非洲多元化的经济为这些新兴的人群提供了广阔的出路，矿业和自然资源行业仍然是非常重要的，钻石也是一个值得进一步探索的大陆资源。

钻石不仅是“女孩们最好的朋友”，它们更是非洲的许多自然资源中的珍品之一。令人垂涎而又富有争议的是，钻石现在在一些非洲国家（包括安哥拉、博茨瓦纳、刚果、纳米比亚和南非）开采，并象征着这些经济体的重要组成部分。无论是在珠宝业、工业还是在商店里作为财富的象征，人们对钻石的需求都不会很快消失。

科学家估计，钻石是三十多亿年前开始形成的。自古以来，钻石的耐用性已被确认。“钻石”一词就来源于希腊词“adamas”，意思是坚硬无比、不易破损的。

在过去几年中，全球钻石矿的年产量一直维持在大约 1.2 -1.7 亿克拉（一克拉等于 200 毫克），价值大约 130 亿美元。到 2020 年，预计钻石需求将增长到 1.927 亿克拉，价值大约 224 亿美元。虽然俄罗斯已成为钻石的主要产地之一，非洲的钻石生产仍然非常重要，它每年带来约 85 亿美元的产值。博茨瓦纳是一个主要产地，钻石在其经济中也扮演着重要角色，目前超过其国内生产总值的 1/3。博茨瓦纳拥有一些世界上最大的钻石矿，并以此为傲。该行业也对非洲一些最贫穷的国家产生了巨大的推动作用。在非洲南部，大约有 3.8 万人从事钻石贸易。

在过去的 25 年里，全球的钻石和钻石首饰的销售已经增长了 3 倍。全球每年的钻石首饰销售量估计在 600 亿美元至 800 亿美元。

钻石矿不容易被找到，钻石勘探公司从钻孔试验中发现一个钻石矿床的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的概率仅为1%至3%。从最初的发现到经济评估，并获得授权就要花费三年至五年。然后，矿井的设计和施工又要花费三年到五年。基于开发钻石矿的高风险和费用，挖掘开采环节最终获得最大的利润空间。

目前，世界上有超过25万钻石珠宝零售商，互联网也已经开辟了新的市场，并使价格更为透明。人们为什么买钻石？我们都知道，一个关键因素是送礼物的同时也表达了爱意，但钻石也被许多人认为是财富的避风港。在遇到麻烦的时候，钻石便于携带，保值性好。当1918年俄国沙皇和他的家人被布尔什维克杀害后，被缝在沙皇的妻子和女儿腰带和内衣上的钻石被发现。

钻石开采和贸易始于一千多年前，当时的商人将未加工的钻石从印度带到中东，并在那里切割、抛光，最后销售给欧洲皇室和贵族。当时，印度是主要的钻石供应国。大约从16世纪开始，戈尔康达古王国有了大规模的钻石开采，位于现今印度南部城市海得拉巴以西约11公里。世界上最著名的钻石都是在该地区生产的，包括全球最知名的巨型蓝钻“希望之星”、“神像之眼”、“光之山”以及“光之海”等。到18世纪，印度的钻石资源被耗尽，巴西成为了一个重要的供应商。后来，巴西的钻石供应被南部非洲所取代。1869年，在南非的中部城市金伯利，一个牧童发现一颗83.5克拉的巨型钻石，引发了当地的钻石开采潮流。

近年来，钻石的切割和抛光已转移到亚洲国家，尤其是印度、泰国、斯里兰卡和中国。在美国，切割钻石的成本约100美元/克拉，而在印度大约是10-30美元/克拉。印度现在是世界最大的钻石切割中心，拥有多达八十万钻石切割工。因此，钻石产业在许多新兴市场经济体中快速发展，甚至包括那些没有采矿作业的国家。

在20世纪90年代，“血钻石”事件一度威胁到钻石行业，一些非洲国家的反政府组织通过销售当地出产的未经加工的钻石，以资助他们发动武装冲突。

为了解决这一问题，钻石公司开始与联合国合作，防止钻石被用于战争。在2000年，联合国大会通过了一项决议，支持创建毛坯钻石国际认证体系。有几家公司成立了国际钻石理事会，于2002年创立了金伯利进程国际证书制度，钻石生产国需要证明毛坯钻石的产地是没有武装冲突的，目的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

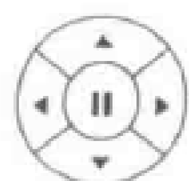
是为了根除非洲血钻石的非法贸易，维护非洲地区的和平与稳定。

虽然不尽完美，这个想法的初衷却是为了防止“血钻石”进入合法钻石供应链，所以，只有政府颁发的证书认证的钻石才可以进口或出口。

让人吃惊的是，开采出来的钻石中只有大约 30% 能达到珠宝宝石级别并制作成珠宝，余下的 70% 则应用于工业。大约 95% 的工业用钻都是人工合成的。生产合成钻石需要价值数百万美元的特殊的高科技反应堆，这使它比从地面上直接开采的天然钻石更加昂贵。专家称，一个纯天然的、无色钻石的开采成本为 40-50 美元/克拉，而宝石级的无色透明合成钻石的成本则是每克拉 2500 美元左右。

我认为，钻石对全世界的人来说始终有一种特殊的魔力，对靓丽钻石的渴望任何时候都不会消减。也许更重要的是，钻石在工业中的实际应用已根深蒂固。我们的新兴市场研究团队对非洲在钻石产业的潜力感到兴奋不已，非洲大陆的许多国家都会因此而受益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



17 吉姆·查诺斯：是时候该更谨慎一点了

1985 年，27 岁的查诺斯创立了尼克斯联合基金公司（Kynikos Associates）专注卖空，目前，该公司已成为全球最大的空头基金公司。2001 年，查诺斯开始成功做空安然和世通公司，而且，他也最早敲响了苦苦挣扎的电脑巨头惠普的警钟。2010 年，他警告过度的财政刺激已使中国经济出现泡沫，尤其是在商业地产领域，开始将做空的目标转向中国。

目前，无论你走到哪里，基金经理都普遍看好 2014 年的美国股市，除了格兰特（Jim Grant ）和鲁比尼（Nouriel Roubini），华尔街著名的空头大师吉姆·查诺斯（Jim Chanos）可能是最后一个例外了。

“与‘半空的杯子’不同，我们又回到了一个‘杯子半满’的环境，”查诺斯近期在接受一家媒体采访时称，“如果你是一名普通投资者，是时候该更谨慎一点了。”

查诺斯当然知道他的团队度过了屈辱的一年，做空基金甚至关门闭店。但他称，市场已经准备好迎接像他这样的空头，资金已经筹集好，就等他出手了。

查诺斯的悲观看法一向备受尊敬，连美联储都把他囊括进其投资咨询顾问团的基金经理之一。他也承认，自己更倾向于对市场持有最大程度的怀疑。

在采访中，查诺斯也谈到了他其余的做空标的，包括卡特彼勒（Cater-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

pillar，财富500强公司之一，总部所在地为美国，主要经营工业农业设备）、煤炭股等，甚至还分享了关于1%特殊人群的看法。

美国股市利好要打折扣

查诺斯表示，几年前，他觉得美国是所有糟糕的市场中最保险的，当然从更广阔的范围来说，还有更适合做空的市场，比如说中国。现在，他的看法有所不同。

他认为，美国市场充斥着的好消息都是大打折扣的。虽然谁也不能精确地预测市场，但是，和几年前相比，他们在美国市场发现了更多做空的机会。

“美国市场标准普尔指数在1800点左右的时候，交易价是19倍的市盈率。因为真实的数字要低得多，我满头雾水，不知所措，我们回去再三检查过去12个月标普500指数的收益水平发现，很多公司公布业绩时总是报喜不报忧，企业真实的盈利水平可能比报表上的数字缩水很多。”

所以，你要相信，下一年的市场只能是14倍、15倍的市盈率，你必须做出对盈利增长非常强劲的假设。

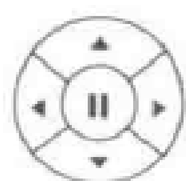
查诺斯说，我记得很清楚，在2007年，高层人士都在说，“好了，市场没那么贵。”然而，我们却慢慢地离开原位。当然，大家会说，“是的，但无论如何，市场总会往高处走的，因为它在2000年就做到了。”如果你想以此为基准来决定市场便宜与否，那么，祝你好运。我们已经在2007年和其他时间段经历过股票市场的艰难。

以前，股票发行得很少，但现在，发行速度却非常非常快。每天晚上，在IPO市场外，次级股层出不穷。对冲基金在成功避险的同时，在某些情况下，也会催生越来越多只做多头的基金。那也是2007年股市的一个标志。

在2009年，每个人都想要尾部风险保护。我还没有听说过尾部风险保护可以持续18个月。现在，我们又回到了“一杯半满”的环境，而不是“半杯空”的环境。如果你是个普通投资者，很有可能是时候该多一点谨慎了。

但是，这并不意味着市场不能继续冲高了。正如我说的，事实上，我们唯一的业务就是对冲，也就是说，风险始终在那里。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



现在，你可以看到很多研究报告都纷纷基于2020年的盈利预测，认为股票价格合理，实际上，大部分人无法真正预测出几个月以后的盈利水平——而且我们可以看到越来越多类似的报告，称基于某种巨大的增长方式，股市估值合理，前景光明云云。

此外，从一定程度上来说，美联储的政策也促使这种境况的形成，由于低利率，人们觉得自己可以自信地预测出相当高的倍数，而且未来不会有短暂下跌。

审慎考虑对冲市场风险

关于对冲基金泡沫问题，查诺斯表示，对冲基金的费用很可能仍然存在泡沫，“但我要指出的是，实际上，现在很多基金收取了附加费用，但是却少赚了很多。”

查诺斯还称，此外，投资者已经变得更加复杂。十年前，如果你和退休基金打交道的话，总的来说，你只需要接洽投资顾问就可以了。他们是守门人，如果他们喜欢你，那么你就有机会。现在，你却是直接在与客户打交道，他们都是些非常难缠的家伙。

查诺斯认为，现在是一个很好的时机。还记得20世纪90年代中后期，我当时想，是时候筹集资金了。可是，很多对冲基金都不会这样做，这是违背常理的。但市场总会恢复、还原，甚至阿尔法均值也会恢复到平均水平，至少我过去30年的经验告诉我是如此的。但是，当初你做这个的时候，你会觉得自己是个“白痴乡巴佬”，而不是一个“邪恶的天才”，套用我的批评者的话。

此外，我认为是时候筹集资金的另一个原因是，早在2009年，每个人都希望能够对冲尾部风险，我们当时力推的是对冲基金而非卖空基金。现在，我觉得卖空基金实际上对机构投资者来说更有意义。

此时此刻，我认为，该是人们审慎地考虑对冲市场风险的时候，这正是他们不想做的。

看淡煤炭

查诺斯称，我们的观点是，大宗商品超级周期已经见顶。但问题是，大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多数分析师和投资者都是在一个很短的时间框架内预期的。

和一个经纪人一起，我们看了看公开上市的矿业公司，从 20 世纪 90 年代早期开始，它们所有在矿区的资本支出，大约是 50% 的设备和 50% 的挖掘成本。

相当惊人的是，从 1991－2001 年，整个采矿业的基本资本支出从每年 50 亿美元增长到每年 150 亿美元。也就是说，复合增长率高达 8%–9% 。

紧接着，中国繁荣了，从 2001 年到 2012 年，采矿业每年的资本支出从每年 150 亿美元增长到了每年 1450 亿美元！这是 24% 的复合增长收益率。

2000 年后，它从一个算术函数演变为一个几何函数，随后从高峰值稍稍回落。

当你意识到，我们在全球范围内挖洞采矿带来多大的繁荣，却填补了中国城市化建设的强劲需求时，人们会说，“噢，卡特彼勒（世界上最大的工程机械生产厂家之一）在下降的周期中还赚了五六块钱呢。”

查诺斯认为：卡特彼勒在下跌周期中总是赔钱，当时处于 20 世纪 80 年代末和 90 年代初，还是一个双寡头垄断市场环境下。现在，在这个市场上却有六七名竞争者，所有的基本假设是基于一种新常态规则，如果中国一旦都暂停新城市建设，导致我们的市场回归均值，设备商的产能就会迅速过剩，投资回报率将要比预想的低很多。这是基本的论断。

查诺斯同时也看淡煤炭，原因有很多。这也可以从反面看出美国的页岩气热潮。但是，中国目前正在削减燃煤，因为必须要面对日益严重的污染问题。在欧洲和亚洲市场，天然气的价格在 10－16 美元之间，烧煤仍然比天然气便宜。因此，还会有越来越多的煤炭被开采，供给仍会不断到来。而在美国，环保局就会很认真——比如天然气是否具有真正的替代效应？“我们几乎做空所有的高杠杆煤炭企业，除非它是我们的对冲工具之一。”看看煤炭企业的财务报表吧，有些公司已经或是将要陷入财务危机。

附带权益及 1% 特权群体应消失

全球最大的债券基金经理比尔·格罗斯曾敦促“享有 1% 特权”的最高收入群体支持美国对附带权益和资本利得征收更高的税来帮助经济复苏（附带权益是指风险投资基金经理从基金的投资利润中分得的部分，一般是在投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者收回全部投资后，按资本增值的20%计算）。

查诺斯认为这最终会消失。但是，不知道什么时候，它又会浮出水面。“这种现象竟然能够持续这么久，我感到震惊。”查诺斯说，其实，现在大家公认的是，附带权益就是佣金收入。但如果我是合伙人，在一个托管账户中运营资金，我也享有同等的投资权利，在年终基于业绩表现分红时，我获得佣金收入，你告诉我，一个是资本利得，另一个是收入？这是荒谬的。这个漏洞一直存在，你可以从中了解美国及其它所带给经济的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

18 简·曼迪罗：哈佛模式仍然有效

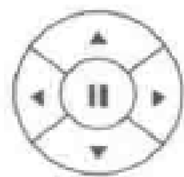
简·曼迪罗（Jane Mendillo），哈佛管理公司的总裁兼CEO，监管着327亿美元的哈佛捐赠基金，是美国最大的大学捐赠基金。她在2008年7月开始该项工作，当时哈佛基金的一些弱点已经显露，截至2009年6月，哈佛基金下滑了27.3%。曼迪罗进行了重组并成功地推动了规模更大的房地产直接投资。在截至2013年6月的五个财政年度里，哈佛基金每年上涨1.7%，领先于其投资组合策略基准0.5个百分点，但落后于同业，比如斯坦福基金。

哈佛捐赠基金的投资仍然保持广泛多元化，11%的保守份额投向美股，55%的另类投资，包括私募股权投资、对冲基金、房地产和自然资源。10年前，哈佛模式是独特的，但后来被基金会、捐赠基金，以及许多个人广泛模仿。

哈佛基金不同寻常的混合方法使投资经理组合成一个内部团队，部分投资组合、外面的公司以及其余的运营管理都有明确的分工。哈佛基金的策略却提升了回报率，但也引发了有关表现最出色的内部基金经理报酬过高等一些不利的宣传。

2014年2月份，在HMC的波士顿办公室，《巴伦周刊》记者与简·曼迪罗（Jane Mendillo）有一场对话。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



《巴伦周刊》：在运营捐赠基金的5年中，你的最大成就是什么？

曼迪罗：从2008年金融危机以来至2009年，我们重构了投资组合，还有HMC的团队。

我们的大部分房地产投资都是以直接交易或者合资企业的形式来进行，而非通过私人资金，这让我们在买入或者卖出以及杠杆作用上有了绝对的控制权。我们大概有一半左右的房地产投资都是直接持有的。我们的直投和传统房地产投资业绩之间还是有巨大差异的。直投增加了很多价值。另外，我们也投资了一系列资产，包括高级生活设施和开发商们不愿意提供经费的项目。

《巴伦周刊》：你从捐赠基金在金融危机中的经历中获取了哪些经验？

曼迪罗：对于我们和很多组合来说，那是一段相当紧张的时期。捐赠基金本应具有的流动性不复存在。我们现在锁定在长期年限中的投资和先前相比更少，这样的投资也往往是与外部经理合作的，那就是我一开始的目标之一。

《巴伦周刊》：哈佛有一个广泛多元化的投资组合。但在过去的几年里，仅购买标普500指数或使用60/40混合股票或者债券组合，取得的业绩和哈佛管理基金的差不多，甚至更好。请问你的战略是否仍然有意义？能否用数据或者波动率来说明？

曼迪罗：当然。如果你是一个长期投资者，你就要跨市场和地域的多样化。这就是我们的方法。在特定的一年中，标准普尔500指数可能会击败我们的产品组合，并可能击败每一个捐赠基金的投资组合。而在另一个特定年份，一个60/40的股票、债券投资组合也可能会击败我们的产品组合。但随着时间的推移，我们的产品组合与60/40的投资组合之间就会表现出非常显著的差异。

截至2013年6月30日的过去10年期里，哈佛基金的年收益率为9.4%，而60/40全球股票和债券组合的年收益率仅为6.8%。近三个百分点的不同对捐赠基金来说，则意味着数十亿美元的价值。当有一个一年或两年，其中60/40组合打败了捐赠基金投资组合，人们就会去写捐赠基金的模式如何地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

低劣，但这是非常短期的思路。回头看看历史数据，我认为，展望未来，更加多元化会有好结果的。

和我们的多元化投资组合相比，股市以及60/40组合的波动风险更大。所以，在过去的10年甚至20年中，我们的投资组合不仅比60/40组合增加了更多的价值，而且波动性更小。

《巴伦周刊》：在哈佛基金的投资组合中只有11%投向国内股票。对于美股这个世界上最大的股票市场以及拥有最好公司的市场，你为什么只分配这么小的比例?

曼迪罗：我们希望在股票市场投资，但我们已经在美国股票市场、私募股权和国际市场布局，这为我们创造了很多机会。

和10年前或20年前相比，目前，很多投资者涌向私募股权投资领域。所以，你需要挑选出正确的私募股权投资经理和机会。据估计，目前拟投向私募股权投资领域的资金大约有一万亿美元。

在这样的竞争环境下，投资经理不断地投钱运作，这将推动交易价格的上涨，并导致回报率降至更低水平。

《巴伦周刊》：如果你的资金被捆绑5年或者10年，在私募股权投资上需要增加多少回报呢?

曼迪罗：对此，我们应该得到的是一个增量回报——我们称之为非流动性溢价（illiquidity premium）——平均每年至少要超过我们在股票交易市场预期收益300个基点（三个百分点）。

《巴伦周刊》：对私募股权基金经理来说，既然有这么一个障碍，为什么哈佛基金在私募股权领域还有这么大的分配比例呢?

曼迪罗：我们的产品组合是私募股权和风险资本的结合。这是全世界范围的。我们会对一些非常好的基金持仓。如果我们今天从头开始构建私募股权投资组合，分配比例肯定达不到我们目前策略分配的16%，我们目前的分配比例是基于该领域的竞争环境和资金总量。

捐赠基金对于哈佛大学的财务健康状况至关重要。每年，其中的5%被

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



用于学校的经营预算开支。

实际上比5%多一点点，捐赠基金为哈佛大学提供了约36%的经营预算。为了支持这样的消费率并抵御通胀，随着时间的推移，我们需要8%的年收益率。

《巴伦周刊》：在低利率的情况下，那是很难做到的。

曼迪罗：几乎所有人都会说，和10年前或20年前相比，今天要获得这样的收益率很难。部分原因是目前的利率环境，还有部分原因是更多的投资者涌向低效率的资产类别。

《巴伦周刊》：在未来5年到10年，捐赠基金的年回报率会达到8%至9%吗？

曼迪罗：我当然希望如此。我认为我们有很好的优势可以做到这一点。

《巴伦周刊》：你管理内部债券吗？为什么只有约11%这么低的配置？

曼迪罗：对。从传统意义上来说，债券是投资组合中的稳定剂。但随着利率的下降或者上升，债券的潜在回报就不对称了。利率上涨的可能性越大，债券的收益率似乎有更大的下行压力。债券的票面利率并不是那么有吸引力。所以，随着时间的推移，我们会把钱从债券领域中取出来，投入到组合的其他领域中。

《巴伦周刊》：哈佛基金有哪些部分是在内部运营的？

曼迪罗：约30%–35%。固定收益是一个很好的例子。我们通过内部团队管理所有在固定收益领域的资金，这些交易者都非常活跃，积极主动。他们在全球市场寻求机会，一直很成功。

《巴伦周刊》：对于个人投资者来说，如何才能做像哈佛基金那样的投资？

曼迪罗：个人投资者就不必像哈佛基金的投资这么复杂，他们需要考虑自己的投资期限。哈佛已经运营了将近400年，至少还要再运营400年。因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此，我们有一个非常长远的投资时限，所以，我们可以买得起很多投机性强并且缺乏流动性的组合。而个人投资者的投资时限相对较短，敏感性可能也会不同，比如有的投资者就对收入需求较高。因此，如果他们想要像哈佛一样投资，他们应该是多元化的。

这意味着要进行资产组合：股票和债券，以及其他资产，比如房地产。我还建议他们跨地域投资。虽然美国的股票市场在过去的两年显得很不错，但可能改变。

个人投资者应该在投资之前做充分的研究。让我吃惊的是，很多非常聪明甚至富有经验的投资者在还没有真正调查之前就投资了。我们在投哈佛的任何钱之前都会做大量的研究。

《巴伦周刊》：你如何看待新兴市场股市？

曼迪罗：鉴于我们长期的投资时限，新兴市场看起来是很有吸引力的。关于新兴市场的一些问题，很多人表示惊愕，当然这也是有原因的。但这些问题确实只存在于未来6个月或一年至两年。我们的投资时限超过5年至10年，在此背景下，目前，新兴市场的价格是很有吸引力的。

《巴伦周刊》：虽然哈佛的业绩表现一直优于你的基准目标，但显然落后于一些捐赠基金。这是怎么回事？

曼迪罗：但其他机构可能有不同的风险预测和需求。我们的政策组合符合哈佛的需求，我们感到非常高兴，我们在上一年（指2013年）增加了6亿多美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



19 马尔科·迪米特里耶维奇：对新兴市场要“挑剔”

马尔科·迪米特里耶维奇是珠穆朗玛峰资本（Everest Capital）的创始人，负责监管20亿分布于新加坡和迈阿密的美元资产。其旗舰珠穆朗玛峰全球资本基金2013年回报率达41%，而摩根士丹利全球指数（the MSCI All Country World Index）为23%。自1990年成立以来，珠穆朗玛峰全球资本基金年均回报率为12%，超过了全球指数4个百分点。

当前巴西、中国和印度等国家经济增长放缓，公众的焦点也从这些曾经受宠的经济体中转移。根据新兴市场投资基金研究公司EPFR Global提供的数据，自2013年初，约有530亿美元从新兴市场股票基金中撤出。

54岁的马尔科·迪米特里耶维奇出生于瑞士，精通六种语言，经营着一家致力于全球和新兴市场投资的对冲基金公司珠穆朗玛峰资本（Everest Capital）。他告诫投资者不要忽视新兴市场，也不要用同样的眼光来看待新兴市场。

其旗舰珠穆朗玛峰全球资本基金约40%的资金投向发达国家，前沿市场和新兴市场各占约30%。2014年4月份，《巴伦周刊》记者在迈阿密对迪米特里耶维奇进行了电话采访，以下为主要内容。

《巴伦周刊》：很多投资策略师正在削减对新兴市场的投资，您怎么看？

迪米特里耶维奇：把新兴市场当做一个整体来预测已经行不通了。2002

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年和2008年间在大多数新兴市场盛行的单向交易模式并不正常。越来越多的新兴市场已经出现，所以，差异化对待变得非常重要。2013年就是一个很好的例子，如中国台湾市场走强而其他市场急剧下跌。因此，你必须要有选择，但是，忽略新兴市场是一件很危险的事情。

《巴伦周刊》：2013年货币下跌引发了投资者对1998年危机再次来临的担忧。从那以后发生了什么变化？

迪米特里耶维奇：新兴市场的大多数货币现在实行浮动汇率制，因此，2013年在许多有显著汇率调整的国家是没有发生危机的。当然部分例外，总偿债能力和外汇储备也比1998年好了很多。这都是因为吸取了教训，很多国家之前都没有使用储备金来保护自己的货币。印度和印度尼西亚选择了加息并经历了一个调整期，而巴西和土耳其则选择了另外一种方式。

《巴伦周刊》：巴西经济最近下滑严重。即将到来的总统选举可能会是一个转折点吗？

迪米特里耶维奇：恐怕不是。巴西看起来表现还好，但从经济的角度来看缺少一个强有力的积极支撑。它面临着很多结构性的问题，如基础设施不完善和官僚作风严重等。但我想巴西应该可以应对过去。教育和保险行业的一些公司很吸引人。

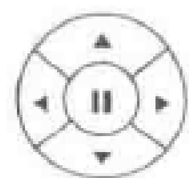
《巴伦周刊》：墨西哥的情况好像是相反的。

迪米特里耶维奇：墨西哥显然做了很多正确的决策。政府与主要政党各方达成协议，通过各项改革，在教育、财政、电信以及能源等方面审批了新的立法。尤其是能源方面的改革为经济增长提供了最有潜力的支撑。

《巴伦周刊》：谈到改革，中国会怎么样呢？

迪米特里耶维奇：期待泡沫破裂的人很快会感到失望，期待彻底改革的人也会很快失望。事情不会像以前一样了，但它们会按照中国独特的方式走：摸着石头过河。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



《巴伦周刊》：这对于市场来说意味着什么呢？

迪米特里耶维奇：对实体经济而言，可能不会有很大波动。但人们总是试图预测市场动向，不断地调整自己的投资行为，金融市场将会持续动荡，所以，你的选择必须准确性非常高。

《巴伦周刊》：对于中国股市，哪些股票您比较看好？

迪米特里耶维奇：中国互联网以及与国防相关的股票的表现会很好。互联网对中国极具破坏性，网上零售的增长让人非常吃惊。传统的实体企业在中国面临冲击的速度比西方更快。中国国防中央财政预算 2014 年将上涨约 12%，预计未来五年年均增长为 10%。

《巴伦周刊》：印度经济一直原地踏步，您怎么看？

迪米特里耶维奇：印度拥有世界一流的公司，如塔塔汽车（TTM）。隶属于塔塔汽车的路虎揽胜（Range Rover）和捷豹（Jaguar）取得的成绩是惊人的。有些市场新款的路虎揽胜的提车时间长达九个月，捷豹也将迎来新的阵容。这是来自印度外部的实实在在的机会，而印度国内的情况还是有很大的挑战性。

《巴伦周刊》：投资者为什么要考虑前沿市场？

迪米特里耶维奇：很多人总是关注中国在做什么，中国经济增速是否放缓，这对世界经济有什么样的影响等。现在前沿市场的国内生产总值（GDP）要大于中国，许多国家的经济增长速度或更快。但是，前沿市场目前的市值却很小，约为 2.5 万亿美元。尽管这还无足轻重，但仍然比德国的市值大。

《巴伦周刊》：截至目前，前沿市场的收益增长约为 9%，离 2013 年全年增长 21% 还有一段距离，2014 年是否还有更多的上涨空间？

迪米特里耶维奇：前沿市场现在处在一个重新评估的起始阶段，存在的机会与较大的新兴市场相比有很大的不同。前沿市场更接近 15 年前主流的新兴市场。在一些前沿市场，从宏观角度看，因为较早开始在此发展，你可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以做得很好。有些公司可能会有5～10年的高速成长期。

《巴伦周刊》：但流动性会不会是一个问题呢？

迪米特里耶维奇：是的。如果你想通过交易所交易基金（Exchange－Traded Fund，ETF）获得日常流动性，那你最好不要投资前沿市场。一只基金的流动现金储备只要低于一个月可能就会遇到麻烦。

《巴伦周刊》：最近非洲受到广泛关注，该怎么估值？

迪米特里耶维奇：这是很受散户投资者基金欢迎的话题，无论是食品还是酿酒厂，由于存在明显的消费品特许经营，估值变得不再具有吸引力。我们正好借此不去接触这些行业，并重新部署其他行业。银行业是消费量增加的另一种反映。当你变得富有，你会使用更多的银行服务。你会发现，和消费类股票相比，银行股的估值要便宜很多。我们持有尼日利亚和卢旺达的一些银行股，包括卢旺达最大的啤酒和软饮料生产商Bralirwa，在石油和天然气方面我们也有一些投资。

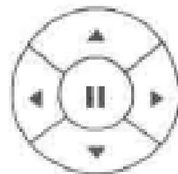
《巴伦周刊》：有没有外资控股的限制？

迪米特里耶维奇：当然有。但对于那些像我们这样能够取得控股权的外资来说，这样的经济体充满活力。这些市场已接近5000亿美元的市值，超过墨西哥和南非。但无论是前沿市场还是新兴市场都还没有指数。这样的市场有着年轻的人群，收入也不错，任何与消费者相关的东西都会流行好多年。我们持有沙特阿拉伯中档时尚类别最大的服装零售商Alhokair的股票。沙特仍然是最难进入的服装市场之一，人均销售额是350美元左右，即使人均GDP高达2.5万美元，但是，人均服装消费却低于新兴市场平均水平的25%。人们越来越把购物作为一种娱乐方式。Alhokair拥有约八十个品牌，其中包括ZARA，一般都占据黄金地段。

《巴伦周刊》：为什么投资者需要关注新兴市场以外的市场？

迪米特里耶维奇：如果你把自己限制在指数上，你持有很多的中国银行股，并投资新兴市场的很多国有能源公司，但这并不意味着你就抓住了下一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



个机会。

你需要扩大范围。我们关注的领域包括一千多家流动性好的公司，主题广泛，公司各异，但通过持有ETF你是捕捉不到这样的机会的。

《巴伦周刊》：您觉得美国怎么样?

迪米特里耶维奇：基本是温和增长。真正的失业率将会下降，但由于结构性问题失业率很难大幅度下降。其结果是，美联储继续保持低利率政策，经济不会太热也不会太冷。市场仍然会维持盈利，大约有高个位数，或者低双位数的回报。

《巴伦周刊》：您喜欢美国的哪些股票呢?

迪米特里耶维奇：太阳能行业，像爱迪生太阳能公司（Sun Edison）。太阳能发电项目最大的单组成本在过去五年下跌了约85%。过去的十年中，这些项目的总费用已经下降很多。

我们还持有XPO物流公司的股票，正在整合美国货运经纪市场，这个市场现拥有大约一万名员工，场内的货运公司约90%都是缺乏资金的小规模公司，被整合的意愿较强烈。XPO公司拥有经验丰富的管理层，先前有整合成功的记录。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

20 大卫·赫罗：新兴市场仍被高估

著名的投资者大卫·赫罗（David Herro）认为，发达市场更具投资价值。他在 2013 年大幅抛售新兴市场的资产，现已撤离发展中国家。

以下是《巴伦周刊》记者对赫罗的采访内容。

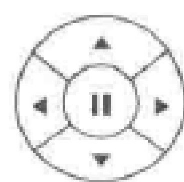
《巴伦周刊》：在选股的时候您会优先考虑什么因素？

赫罗：关键是估值。在什么价位可以购买，以及在盈利周期的哪个位置可以验证公司的估值。目前全球经济和盈利周期似乎仍处于低谷期。因此，现金流只要超过 10 倍，尽管倍数很低，我们的投资组合就会卖出，股权回报率约为 15%。随着经济周期上涨，净资产收益率也会上涨。我们主要关注内在价值良好的公司。

《巴伦周刊》：您尽可能地回避投资新兴市场，而专注于发达市场。对这两个市场为什么您会有不同的看法？

赫罗：我们高度专注于发达市场，但这并不是强制性的命令。如果回到过去，比如 1999 年，我们的投资组合于新兴市场的比重超过 25%。过去的五年里，已经从大概 15% 下降到了今天的 1%。现在我们持有的唯一的新兴市场股票是三星电子（005930. Korea）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



《巴伦周刊》：为什么要尽量回避新兴市场呢？

赫罗：这主要看这个公司是否符合我们的估值标准。我只愿意投资处于中长期牛市中的新兴市场。新兴市场大规模的中产阶层和上层阶层的出现，将有利于全球经济增长。但是，管理清晰、透明，股价低廉，具有良好的盈利能力和良好的商业模式，这样的公司太难找了。

《巴伦周刊》：何至于到抛售的地步呢？

赫罗：抛售是因为更多的资金流涌入这些市场，但相关公司的内在价值却没有提升。资金大量涌入的结果就是，大部分新兴市场公司被系统性地高估了。比如巴西市场，乍一看很便宜，但已经是10倍的市盈率了。

市场指数通常会被两三个行业扭曲。在巴西，矿业公司、资源类公司和银行业是市场中的权重板块。像巴西国家石油公司（Petroleo Brasileiro），这样的大公司的估值会给人留下错误的印象。基于2014年的既定收益，巴西国家石油公司7倍的市盈率看起来便宜；但很多方面表明，它并没有被低估。因为它的盈利质量较差，如果巴西政府的政策一旦变化，如税收政策，它的收益就会立即受到影响。

再看看巴西消费领域的优质公司，例如巴西最古老的药店连锁RAIA Drogasil（RADL3. Brazil），市盈率已达30倍。

《巴伦周刊》：近年来，在您的投资中金融股为什么占很大比重？

赫罗：我们已经在削减金融股的权重。6−12个月以前金融股占很大比重，随着股价上升，我们削减了很大一部分金融股，现在只是正常的市场水平。2013年，我们还不断地重仓配置欧洲金融股，所有人都以为我们疯了，但那个时候欧洲金融股估值确实很好。随着股价上涨，我们降低了持仓量，现在金融股约占我们资产的16%。

《巴伦周刊》：2013年的一段时间，您还配置有很高比重的日本股票。后来为什么发生了变化？

赫罗：我们投资组合的比重取决于股票的价格是否接近我们对其真实的价值评估。从2012年年底到2014年年初，日本股市上涨了约90%。如果我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们持有的日本股票价值都能上升90%，我们仍可能重仓配置。但实际上，它们的潜在价值只上升了10%–15%，因此，这些股票并不像它们的股价那样有吸引力。和12–18个月前相比，这些股票已没有价值了。因此，我们削减比重，现在，日本股票占投资组合不到12%。

《巴伦周刊》： 欧洲怎么能够吸引投资者呢？

赫罗： 我们关注的是哪里的公司能赚钱，而不是公司所处的地理位置。但市场会说，“欧洲很糟糕，不要买欧洲公司的股票！”尤其是欧洲似乎无法解决其宏观问题时，人们都避而远之。我们的看法是，“稍等片刻，欧洲有一些非常优秀的公司，如果它们价格低廉并有很好的收益来源，那就去买吧！”

我们从2012年开始在欧洲发现了一系列好公司，先是金融股，随后是特殊消费类股票（consumer discretionary stocks），如宝马（BMW. Germany），戴姆勒（DAI. Germany）和奢侈品公司。

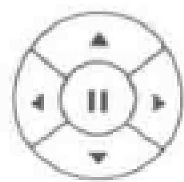
《巴伦周刊》： 欧洲现在还有哪些吸引您的地方？

赫罗： 过去6–9个月，尤其是新兴市场的消费必需品类股已经被抛售。但像法国达能集团（BN. France）和帝亚吉欧（DGE. UK）这样的公司则是高品质的，股票稳定而且畅销新兴世界。由于价格回落，消费必需品类股在我们的投资组合中的比重也在上升，现在已是我们的重仓股了，约占15%。

《巴伦周刊》： 您的重仓股是如何反映您的投资方法的？

赫罗： 瑞士信贷（CSGN. Switzerland）拥有一家私人银行和一家投资银行。该公司一直有一个相当稳定的营业利润发动机，最近每年产生高达60亿美元的收益。当然，这个公司存在一些监管问题，资本方面还有更高的需求。但这些问题并不像2008–2009年金融危机期间困扰着银行业务。瑞士信贷没有巨额的坏账核销，从来也不需要紧急援助。因为它已从2000–2001年互联网泡沫中吸取了教训，它的投资银行资产负债表风险较低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



《巴伦周刊》：您现在觉得瑞士信贷银行怎么样？

赫罗：科学管理已让投资银行更具可预测性和一致性，并已经产生了更稳定的收益。私人银行业务曾受过几次重创，如强势瑞郎、低利率以及客户对股票的反感潮等。但从资本净额来看，银行仍然吸纳了很多新的资金。银行盈利能力良好，年增长率始终保持中等个位数。基于投资银行的稳定性和私人银行的不断增长，我喜欢高质量的盈利。顶头风（逆风）很有可能变成顺风。另外，你只是付了约 10 倍的市盈率和 1 倍的账面值，简直太划算了。

《巴伦周刊》：增加了多少呢？

赫罗：目前股价为 29.25 瑞士法郎（约合 32.81 美元），已经翻了一番。这就是我们重仓持有瑞士信贷的原因。

《巴伦周刊》：再谈谈奢侈品行业吧？

赫罗：在奢侈品行业中，我们喜欢法国开云集团（Kering），它拥有一些国际知名品牌，如古琦（Gucci）、圣罗兰（Saint Laurent Paris）和葆蝶家（Bottega Veneta）。五六年前，这家公司还是杂乱的混合体。它经营消费电子零售、房地产以及其他项目。2005 年，弗朗克斯·亨利·皮诺特（Franois-Henri Pinault）从他父亲手中接管公司，我相信当时他肯定采用了很多更现代化的管理方法。

《巴伦周刊》：比如？

赫罗：开云集团专注于两个领域：一个是奢侈品领域，另一个是生活方式品牌领域，如运动品牌彪马（Puma）。虽然彪马公司扣除利息、税项、折旧及摊销前的盈利增长接近 20%，但是，开云集团的股价因彪马这个品牌受损。彪马需要转型，彪马公司的管理层目前正致力于此。

国际顶尖的奢侈品公司市盈率才 15 倍。开云集团的很多品牌有着中等两位数的增长，增长潜力良好，现任 CEO 也采用了更为现代化的经营管理方式。然而按照我们估值的标准，开云集团的市盈率仍低于其内在的价值。目前，开云的股价为 148.55 欧元（合 203.74 美元），但该公司的价值远超

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

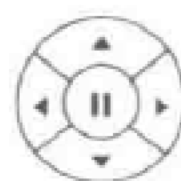
过 200 欧元。

《巴伦周刊》：在您看来，帝亚吉欧有哪些优势？

赫罗：这是被新兴市场恐慌伤害的绝好的范例。公司大约 40% 的收入来自新兴市场。1997 年吉尼斯黑啤酒（Guinness）和饮料巨头大都会公司（Grand Metropolitan）合并形成了帝亚吉欧。自那时起，我们一直持有该公司股票。帝亚吉欧是我们最好的长期投资之一。

公司处理掉了非核心业务资产，并构建了饮料核心业务，现金流非常好。帝亚吉欧已捕捉到了新兴市场的增长，并积极布局；而且在发达市场，公司的发展势头也很强劲。随着时间的推移，帝亚吉欧的利润率会逐渐上升。由于公司投资于新兴市场，自 2014 年年初起，股价开始走低，已下降了 8%。我们高兴地等待着时机，帝亚吉欧的营业利润率高达 30%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



21 罗伯·阿诺特：市场中的“巨无霸”是人口红利

罗伯·阿诺特（Rob Arnott）是锐联资产管理有限公司（Research Affiliates）的董事长兼 CEO，这是一家以数量化模型投资方式来对投资组合进行创新优化管理的资产管理公司，主要的投资产品和服务是提供基本面指数（Fundamental Index）和全球策略性资产配置（Global Tactical Asset Allocation）策略。PRF 基金（The Power Shares FTSE RAFI US 1000 fund）采用的正是阿诺特的公司开发的基本面指数。PRF 基金最近五年年均回报率达 22%，高于标普 500 指数 3 个百分点 。

罗伯·阿诺特曾被 Money 杂志喻为与沃伦·巴菲特齐名的投资大师。他是基本面指数的支持者，并获得了专利。他重视现金流和账面价值，而非股票市值。

《巴伦周刊》记者曾在金融危机期间采访了他，当时他看好股票，回避美国国债。但他告诉《巴伦周刊》记者，更喜欢高收益债券以及新兴市场的债券和股票。

长期来看，金融大鳄们喜欢新兴市场，人口红利是一大理由。阿诺特曾经和同事研究过人口统计学。他提醒人们，在发达国家人们的寿命较长，但缺乏后继的年轻动力，这种状况对社会的影响，特别是对 GDP 的影响正在被低估。

以下《巴伦周刊》记者对阿诺特的采访内容。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《巴伦周刊》：2009 年，你对股票与债券风险溢价的一些看法持不同意见，并指出，股市可能会经历长时期走势不佳的状态。你现在怎么看？

阿诺特：这种状况实际上和今天更为贴近。每当股市相对于债市或其他方面的投资有非常突出的表现时，本性让人们习惯性地期待美好的事情会和精彩的过去一样来临。这并不是说股市会变坏，只是最近的股市表现超过了市场的基本面。盈利和股息分配远远没有赶上过去五六年股价增长的速度。大多数股价的上涨都是源于估值倍数的扩张。市场已经超支了未来的收益，短短几年的牛市提前爆发。

《巴伦周刊》：那股市的前景会怎么样呢？

阿诺特：长期回报将低于 2009 年之后的预期。2009 年时，股市定价合理，很容易取得可观的回报，但又不像是 20 世纪 80 年代和 90 年代人们所习惯的超高回报。我们预支的长期回报太多了。

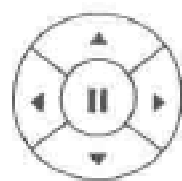
《巴伦周刊》：2009 年 3 月，股票收益率约为 4%。

阿诺特：是的。一些人认为 5% 的回报率很糟糕，但实际上这个回报率已相当不错了。现在，股票收益率又回落到 2%，这意味着相对于 2009 年长期回报将减少 2%。因此，对于长期投资者来说，前景会变得很差，但并不意味着回报会特别差，只是需要调低你的预期。

《巴伦周刊》：如何评估债券市场呢？

阿诺特：把债券当作整体的资产类别来看待是错误的，就像认为股票市场也是整体的资产类别一样。债券市场中，国内和国际投资级债券联系相对紧密，但通胀挂钩债券（inflation-linked bonds）表现则不同。还有低于投资级债券（也称垃圾债券）、新兴市场主权债券和企业债券以及浮动利率债券等，它们的表现都完全不同。巴克莱美国综合债券指数（The Barclay's Aggregate）主要以美国国债和投资级企业债券为主，目前的收益增长为 2.3%。这个结果已非常糟糕。但如果看一下高收益债券，收益率接近 6%，新兴市场债券的收益率约为 5%。再看信用质量，大部分的主权债券都是投资级债券。浮动利率债券则几乎没有任何久期风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资者的另外一个错觉就是，如果利率上升，所有的债券都将表现不佳。回顾过去25年，所有国债收益率上升100个基点（1个百分点）的时期，高收益债券和新兴市场债券都产生了非常可观的回报，而国债却是严重的负回报。通胀挂钩债券表现得也不错。

《巴伦周刊》：你怎么评估新兴市场？

阿诺特：新兴市场恐慌产生了大量超便宜的股票。当我们像逆向投资者一样购买股票时，客户经常会指责，“你为什么买这个，还不明白这是怎么回事吗？”而我们会说，“嗯，明白，这就是为什么市场会这么便宜。”两年前，我们在新兴市场配置的很少，而现在我们配置了很多，因为配置得太多了，所以人们都很担心。

《巴伦周刊》：你怎么看待人口因素？

阿诺特：人口学可以比作是800磅的大猩猩，对宏观经济和资本市场的影响巨大。在20世纪，特别是后半期，发达国家的人口死亡率下跌，人们可以工作更长时间；出生率下跌，很多家庭的抚养负担减轻。因为寿命延长，“老人”显得已经没有那么多了，需要供养的老人很少。因此，我们曾处在人类历史上人口结构最好的时期。这样的人口结构推动了创业精神、科技创新和发明，以及生产率的快速增长。增长高潮相继在工业革命、电气时代，接着是电脑和互联网时代出现。

《巴伦周刊》：这又是如何影响GDP的呢？

阿诺特：几十年来，GDP增速已经大幅放缓。经济学家、政治评论家，以及媒体评论家都谈及3%的GDP实际增长率，而且每一个人都期盼着能重返这个有魔力的数字。但是，在过去的40年里，实际GDP的增长率究竟是多少呢？2.1%。如果你说，“在未来数十年里，我希望的增长是2%。”那你就被认为是悲观者。如果你说，你希望的增长是1%，那你被认为是一个疯子。但40年的增长率都是2.1%。只有时光倒流到二十多年前你才可能找到超过3%的增长。所以，3%这一数字已远离我们很长时间了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《巴伦周刊》：那么，这一切的结果会是什么呢？

阿诺特：由于良性的人口结构一直维持到整个20世纪后半叶，人们对此已习以为常了。在未来20年，劳动年龄人口年均增长约0.5%。而在过去的40年，劳动年龄人口年均增长近1.5%。由此可以看出，潜在的劳动力增长每年减少一个百分点。这就意味着GDP潜在的增长减少一个百分点。普通工人的年纪比40年前普通工人的年龄要大。年长的工人比年轻工人的生产效率高，但生产率增速将降低。因此，尽管我们更高效，并且人均GDP也更高，但生产率的增速会慢下来，未来的20年，1%的实际年均GDP增长将不足为奇。

《巴伦周刊》：那意味着什么呢？

阿诺特：现在大多数经济观察家缺乏务实的作风，他们的期望值与现实是有差距的，这很危险。

如果1%到1.5%是未来正常的增长，而我们要求政治精英创造3%的增长，他们也会去创造增长。但唯一的方法是通过赤字开支和人工刺激，通过花以后的钱的方式，会营造短期的增长，但牺牲的是将来经济增长的放缓。这是非常危险的，对长期的增长也极具破坏性。如果不过高预期未来，将来经济增长会放缓，市场回报也会降低，但这样的经济放缓是良性的。如果经济实际增长1%或1.5%，债券能有2%或3%的回报率，股票能给我5%或6%的回报，那么我会少花钱，多存钱，我的工作时间也会更长一些。如果我们比父母和祖父母活得更长，我们就应该工作得更长一些，这没什么不妥。常识告诉我们，如果多花钱、少存钱的最后结果是悲惨退休的话，少花钱、多存钱、工作到老算是非常好的结果了。

我们将经历老年人数量剧增的时期，伴随而来的是巨大数量的供养人口。这样，非工作人口会远远超过工作人口，特别是在日本、东亚的其他地区以及欧洲的部分国家。这将给政治家们带来令人望而却步的艰巨挑战。可以想象，未来20年的政治很难会像过去20年的那样优雅和平静。接下来的30-40年，我们需要一个稳定的过渡期，即出生率等于死亡率。要达到这种状况，我们必须要提高生育率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《巴伦周刊》：什么样的出生率是必需的呢？

阿诺特：平均每个妇女生2.1个孩子。在发达国家，现在这一比率远远低于两个。在美国，受益于移民政策，出生率接近两个，还算是不错的。对西欧来说，这个比率太高了。在东亚地区，如韩国、日本、中国香港和新加坡，每个妇女的生育水平趋于两人以下，有的国家的生育率低至1.2或1.3。假设在极端的情况下，平均每个妇女只生一个孩子。结果人口每一代下降50%，而供养率高得惊人。当然长期的情况不能像这样假设，这不是今天的问题，更直接地说，不是我们这一代人的问题，但我们可以为子孙后代指出来："嘿！这是你们要考虑的问题。"

《巴伦周刊》：这种趋势对投资有什么影响呢？

阿诺特：未来3-5年，估值开始占主导地位，并会指向新兴市场。长期来看，人口结构会起巨大的作用，而且也会指向新兴市场。对于任何一个有着至少1-2年投资回报预期的投资者来说，新兴市场是最佳的投资点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

22 道格·卡斯：备战熊市归来

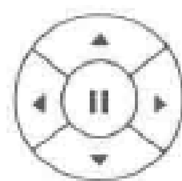
美国著名投资人道格·卡斯（Doug Kass）是对冲基金海风资产管理公司（Seabreeze Partners Management）的创始人兼总裁，也是一位多产的学者兼电视评论员，他的《道格·卡斯论市：华尔街的一生》（*Doug Kass on the Market: A Life on The Street*）于2014年秋天出版。

道格·卡斯自1992年就经常出现在《巴伦周刊》上。每次对话，他总能在风趣幽默的氛围中带给人们独特的见解以及逆向思维。近年来他一直关注股票的高收益，现已把大量的空头头寸添加到公司的投资组合中。他认为，标准普尔500指数至少被高估了12%，他已经备足了空头头寸。“大多数牛市见顶的征兆常常是投机过度行为的出现，也有的是大量泡沫的出现，这一次，两种情况可能都存在。”2014年5月，卡斯又接受了《巴伦周刊》记者的电话采访，以下是主要采访内容。

《巴伦周刊》：您如何看当前的股票估值？

卡斯：价格偏高，当前的股市越来越不具有投资价值。沃伦·巴菲特引用本杰明·格雷厄姆的话教导我们，价格是投资者付出的成本，价值是投资者得到的回报。我的好哥们橡树资本的霍华德·马克思也说，投资成功不在于你买什么，而在于你是在什么价位买。2013年，标准普尔500指数的收益增长只有5%–6%，但指数涨幅却超过了30%。这就相当于兽性被吵醒，市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



值疯涨了25%。从1990年以来，市值的年均增幅一直是1%。所以，2013年的估值上升预支了未来的市场回报。

《巴伦周刊》：是什么推动了股票收益呢?

卡斯：股价明显受益于大规模的流动性和零利率政策。近期，高风险系数的股票抛售很可能只是个开端。市场似乎意识到，每次量化宽松对经济增长都是一次抑制。零利率政策之后，量化宽松已经不起作用了。美联储已经搭建了增长的桥梁，但经济自身无法达成目标。收益率曲线扁平意味着经济增速放缓。两年期和10年期国债的价差约为230个基点（2.3个百分点），而2013年年底约为270个基点。这说明经济增长的信号较弱。

《巴伦周刊》：您对预期盈利增长有什么顾虑?

卡斯：2014年标普500指数达每股120美元已成共识，当然这绝不是正常收益。这个数字被严重夸大了，因为企业利润率处于60年来的新高，并且已高出过去60年平均水平的70%。所以，正常收益远低于120美元/股。根据12个月的跟踪统计数据，其在2009年的正常收益远高于被低估的45美元/股。因此，标普500指数可能会以16倍的市盈利率易。但也可能会违背合理的利润率假设和正常收益，市场可能会以接近19倍的市盈率交易。据我对不同情况下的增长、利率和估值的分析，标普500公允指数约为1650，低于最近成交的12%。

《巴伦周刊》：企业利润空间呢?

卡斯：企业利润是股价增长的动力源泉。首先，企业的生产能力已经过了长期的改善，而且多年来公司固定成本降低，已经到了底线，可能接近尾声。如果就业市场逐步收紧，劳动力成本将上升，利润率就会承压。随着央行货币政策正常化及美国认为有必要减少财政赤字，利息开支及实际税率将上升。而且，可能持续的高代价调控政策将会增加企业成本。最终，静态的资本开支周期最终被唤醒，摊销及折旧成本随即也会上升。

我们所处的市场瞬息万变。1999-2000年间的状况可能会再次上演。1997年、1998年和1999年间的互联网科技股热潮中，沃伦·巴菲特真的不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

受欢迎，人们说他好像不那么在行了。价值型股票失宠，科技股却大行其道。但突然在2000年初，就可以看到人们的喜好开始从高风险股票转向价值型股票。这一举动预示着后来的大幅度下跌。我们从单向市场转移到了双向市场，不管是做多还是做空，你都可以赚到钱。2000年初，市场上的风向标从高科技转向价值型股票，正像过去两个月发生的一样。风向标的变化往往是市场调整或熊市的迹象。

《巴伦周刊》：什么因素会让市场承压？

卡斯：全球经济增长令人失望，低于市场预期，2013年市盈率增长25%，2014年的倍数肯定会收缩。一致预期缺失。此外，能推动经济增长的中产阶层还很薄弱，无法为经济增长提供动能。无论是在公共还是私营行业，我们赖以生存的低利率也将消失。对高利率的后果及对利润率的风险缺乏判断，可能是我最大的担忧。富人与穷人之间的差距扩大，随着时间的推移将会对经济和社会带来极其严重的后果。

《巴伦周刊》：您为什么做多封闭式市政债券基金？

卡斯：2014年，这组市政债券基金上涨了10%以上。我在2013年年底时的想法与大多数人相反，当时还认为利率会走低。截至当年年底，人们对信贷质量和利率上升的担忧导致市政债券基金承压。10年期国债的收益率超过了3%，而市政债券基金的销售价格折扣创下了最低纪录，差不多是10%——几乎是以资产净值出售。它们的收益率和应税债券的历史最高纪录水平相等。现在销售价格折扣是6%，但仍然非常有吸引力。这些基金面临着激烈的年终销售压力。投资者有很多股票收益来不及变现，因此，利用它们套利弥补损失。我做多的基金包括景顺宾夕法尼亚价值市政收益信托基金（Invesco Pennsylvania Value Municipal Income Trust）和纽文优质市政收益债券基金（Nuveen Quality Income Municipal Fund）。我预计，到2014年底，它们的总回报将超过15%。

《巴伦周刊》：股市还有机会吗？

卡斯：我长期持有的欧克文金融公司（Ocwen Financial）是一家发放次

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

级抵押贷款服务的领头企业。次级贷款业务很可能要经历一个复兴。没有一家公司比欧克文更有优势。在金融危机之前，约60%的美国家庭有资格获得优质抵押贷款，约10%可能获得次级抵押贷款，剩下的30%是租房者。危机后，约30%的家庭有资格获得优质抵押贷款，而次级贷款几乎是不存在的。所以，除非我们都注定要成为租房族，否则现状就必须改变。与此同时，近期房价的涨幅并没有和普通购房者的收入增幅相匹配，这就预示着次级贷款业务公司的机会，低/无个人信息审查的次级贷款一去不复返了。如今，这些贷款是非常安全的。次级贷款业务现在基本处于空白，这为欧克文金融公司提供了广阔的发展空间。

《巴伦周刊》：那么，其他行业的表现怎么样呢？

卡斯：我做空特斯拉汽车公司（TSLA）、通用汽车（GM）。自从因点火装置缺陷所引起召回事件后，通用汽车的股价自2013年底的41美元跌到了最近的34.17美元，股价已经下跌了近20%。这次事件很严重，但通用汽车解决问题的方式很明智。这让我想起了几年前英国石油公司（BP）的漏油事件，事故本身也为我们提供了一个很大的投资机会。通用汽车已经采取了重要措施，包括聘用曾成功处理过这种类型事件的知名律师肯尼斯·范伯格（Kenneth Feinberg）。并且，通用汽车公司自愿付出超过10亿美元作为维修、保修成本，以及其他重装费用。虽然非常不幸，但这些事件为该股提供了一个极好切入点。

我看了特斯拉的第四季度报表和最新发布的年报，开始对它产生兴趣。根据我的分析，特斯拉通过大幅缩减1010万美元的保证金，并直接计入利润表，提升了利润。该公司股价大幅上涨，提供了极好的卖空时机。

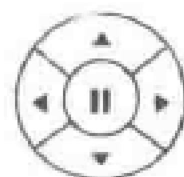
《巴伦周刊》：您对美国大型银行怎么看？

卡斯：包括摩根大通（JPM）在内，最近，很多FICC（固定收益证券、货币和商品期货）交易越来越微弱。如果信贷质量、利率和收益率曲线的发展方向都是错误的话，那么，资本市场的活动可能就是微弱的。如果我认为的市场回调是正确的话，这将对银行构成压力。贷款需求是不温不火，增长缓慢，部分原因是欠佳的经济增长，部分原因是大公司流动性尚好，不需要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大量的信贷。信贷质量在过去的三四年有所改善，但现在却成为一种阻力，因为贷款损失准备金的好处越来越少。利率和收益率曲线的斜率，目前成为影响银行利润的最重要因素，这也是最令银行投资者担忧的领域。我做空的标的，也是对冲基金界最喜欢的银行——美国银行（BAC），第一季度，其净息差跌至调整后的2.29%，100亿美元左右的净利息收入的表现也令人失望。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



23 迈克尔·哈森斯塔布：押宝全球债市

2014 年是令债券投资者最为困惑的一年。由于投资者纷纷进入股市，债券价格肯定会下跌。这一点已是大家的共识，但这一切并没有发生。事实上，在对中国经济增速放缓，以及俄罗斯和乌克兰之间的地缘政治紧张的担忧下，美国经济的复苏强劲有力地促使投资者们纷纷涌入安全性较好的美国国债的投资中。

但富兰克林邓普顿全球债券团队的首席投资官迈克尔·哈森斯塔布认为，这并不安全。他回避美国国债已经五年了。

哈森斯塔布从 2001 年开始执掌邓普顿环球债券基金。他是一位真正的逆向投资者，在大多数投资者逃离债券时他开始疯狂购买。有例为证：尽管占比还不到邓普顿环球债券基金资产的 5%，但该基金现已成为乌克兰国债的最大持有人之一。

全球央行经过多年的协同后目前正在分道扬镳，哈森斯塔布预计债券市场的波动会增加。2014 年，欧洲央行推行了新的政策，实行负利率以抵御超低的通胀，保护其脆弱的经济。这与美联储的政策完全相反，现在美联储逐渐减少债券购买，2015 年预计会加息。新兴市场的增长前景以及政策也因分化而迥然不同。

尽管存在很多的变数，哈森斯塔布仍告诫投资者不必过于谨慎。他说，债券投资者需要在全球范围内投资，特别是在长期来看利率会上升的情况

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下。但在地域和投资类型方面，投资者需要认真布局。不久前，《巴伦周刊》的记者对哈森斯塔布进行了电话采访，以下是采访内容。

《巴伦周刊》：债券市场的前景如何？

哈森斯塔布：我们并不期待会有大爆发，但随着美联储停止购买债券，收益率会上升。中期来看，较高的收益率会和3%的经济增长以及2%的通货膨胀率更为一致。这意味着核心美国债券收益率将会产生负回报。这就是为什么有必要走出去，并不能用同一基准来约束。

《巴伦周刊》：最大的机会在哪儿呢？

哈森斯塔布：日本以外的亚洲地区包括马来西亚和韩国，发展势头很强劲。为德国提供服务的波兰和匈牙利，受益于德国出口状况的改善。这些国家的信用一直良好。由于债务水平低而且增长速度较快，很多国家的短期利率较高，而货币价值被低估了。

《巴伦周刊》：欧洲央行的降息对债券市场意味着什么呢？

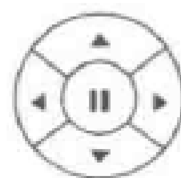
哈森斯塔布：即使美联储逐渐退出量化宽松政策，随着欧洲央行和日本央行继续印钞，全球流动性将保持充裕。因此，围绕美联储政策，市场周期性的恐慌被夸大了。

《巴伦周刊》：目前市场观点和您的最大分歧是什么？

哈森斯塔布：中国。现在中国投资放缓，这也是政府蓄意改革的一部分。人们一直没有谈及中国正在成为良好的投资地。因为在中国，数以千万计的农村人口涌向城市，这需要在地铁、学校，以及污水处理系统方面进行大量的投资。这些投资将会是过去投资的一半，而且质量更高。再加上消费增加，中国的经济将大有作为。但市场只看经济指标，如一直在下降的工业生产数据。

《巴伦周刊》：一些投资者非常担心中国的银行体系，特别是“影子银行”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



哈森斯塔布：中国银行体系的一些细流分支的确有问题。一些头条新闻报道的问题还不算很严重，中国银行体系也还不至于要到崩溃的地步。有些投机性的以及有设计缺陷的理财产品应该取缔。大银行应该吸收合并一些二三线银行。

其实，和银行整个系统相比，“影子银行”还很小。例如，国际清算银行（the Bank for International Settlements）估计中国的“影子银行”占GDP的5%，而欧盟则占150%。中国有4万亿美元的外汇储备，经济增速是7%，中国可以消化不良贷款。只有当经济没有增长时，才会出现问题。

《巴伦周刊》：中国7%的增长可持续吗?

哈森斯塔布：最近一两年不成问题。中国消费者挣得越多，消费也就越多。工资一直在以两位数的速度增长。自行车、汽车和电视的销量不断上升，消费促进了经济的增长。7%的经济增长中，5个点可能来自于消费。

《巴伦周刊》：这对债券投资者有什么意义呢?

哈森斯塔布：受益于中国经济增长的国家和部门将会有很大的变化。在过去，向中国出售铁矿石和煤炭的澳大利亚，卖车和手机给中国的韩国，向中国销售棕榈油的马来西亚等国家，都将受益。对于这些国家的经济也都是利好。韩国是我们环球债券基金的第二大配置国家。韩国的经济受惠于企业竞相提高它们产品的质量，而不是价格。如，三星和现代公司的产品已经能够抢占很大的市场份额，所以，韩国的货币强弱与日本等国的公司竞争关系不大。韩国经济增长可能会在3.5%-4%。

《巴伦周刊》：所以人们购买“韩国制造”的产品，是因为它们的质量很好，而不是因为便宜。韩国和其他的一些新兴市场国家相比还有什么不同?

哈森斯塔布：随着美联储逐渐退出量化宽松，一些新兴市场会受到冲击。全球流动性不足，可能使它们更加难以弥补赤字。韩国从来没有依赖于全球的流动性。韩国经常账户盈余已创纪录，这意味着出口多于进口。而且，韩国政府债务很少。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《巴伦周刊》：乌克兰哪些方面吸引了您？

哈森斯塔布：乌克兰其实是一个资源非常丰富的国家，人口受教育程度高，农业财富无限，而且是制造业基地。只要跟进投资，情况会更好，而且该国具有长期发展的潜力。虽然处于危机中，但乌克兰的债务只占 GDP 的 40% 。而欧盟平均债务占 GDP 的 87% 。

《巴伦周刊》：乌克兰是如何应对危机呢？

哈森斯塔布：危机对经济的影响往往很大，但乌克兰的情况并不如此。之前难产的一系列结构性改革措施在紧迫的局势下得以通过。乌克兰与国际货币基金签署了一些协议，为潜在的国际援助打开了方便之门。现在流动性充足。乌克兰现在正向弹性汇率制转变，这会使本国货币走弱，从而使出口更具竞争力，这也将有助于进口与出口的平衡。为降低成本，乌克兰减少公共支出，并励行改革解决腐败问题。

希望乌克兰能够采取一些措施摆脱战争的漩涡——如远离北约成员国，并且在分散的联邦体系下给予讲俄语的地区更多的自治权。乌克兰的经济已高度融入欧洲和俄罗斯经济，深化双方的关系才是乌克兰的利益所在。因此，绝不能加入北约。这样俄罗斯就不会介入，然后乌克兰就能激活其全部的经济潜力。上个月，彼得·波罗申科（Petro Poroshenko）以高投票率当选总统也是一个利好。

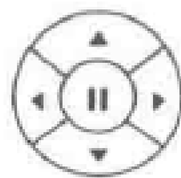
《巴伦周刊》：对您来说，乌克兰也是一个冒险的赌注？

哈森斯塔布：对谁都一样。在金融危机期间，因为无法进入资本市场，立陶宛面临着短期偿债能力的风险。当时我们是立陶宛短期流动性的最大投资者。现在，立陶宛发行的债券收益率非常低，而且，期限较长，大约持续了四年时间。我们可能需要耐心等待，或许三年后才出现一些积极因素推动乌克兰状况的好转。

《巴伦周刊》：货币方面有什么吸引力吗？

哈森斯塔布：我们已经添加了墨西哥比索。有很多人担心，如果美国经济增长、利率上升的话，对墨西哥来说是利空。但我认为是利好，因为墨西

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



哥在制造业方面已领先全球，外汇状况也高度依赖于美国经济。

《巴伦周刊》：美联储正退出量化宽松政策，而日本才刚刚开始。对日本首相安倍晋三的改革刺激措施，或对安倍经济学您怎么看？

哈森斯塔布：量化宽松是安倍经济学的核心部分。只要安倍晋三一直受欢迎，他就会严重依赖于量化宽松政策。日本的债务水平很高，是 GDP 的 200%，还有 8% 的财政赤字。过去，日本可以依靠国内个人储蓄来弥补赤字。现在，这部分空间明显不足，政府必须从中央银行借钱，即印钞票。那么日元将持续走弱。这也是我们做多美元、做空日元的原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

24 莎拉·凯特勒：掘金欧日市场

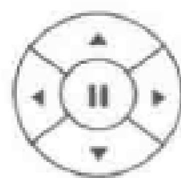
莎拉·凯特勒（Sarah Ketterer）是美国长堤资本的共同创始人兼 CEO，公司创办于 2001 年，位于洛杉矶。长堤资本旗舰基金——长堤国际价值基金（Causeway International Value Fund）管理着 63 亿美元的资金，其三年及五年期年均回报率分别为 10.81% 和 14.54%，均位列晨星同期排名前 10%。

二十多年来，莎拉·凯特勒（Sarah Ketterer）一直在全球寻找被低估的股票。这并不容易，但她仍能找到可买的低价股票。莎拉·凯特勒和她的同事采用定量研究与基本面研究相结合的方法，管理着 320 亿美元的资产。2014 年 7 月份，《巴伦周刊》记者对其进行了电话采访，以下是采访内容。

《巴伦周刊》：请谈谈您对全球股市的看法。

凯特勒：我们正处在牛市的后期阶段，对于传统价值投资型投资者，如长堤资本，处境最为艰难。毫无疑问，在估值普遍偏高的市场中，如投资者遇到他们认为很有吸引力的股票，是非常愿意溢价购买的。投资者希望在牛市中能获得稳定的盈利和收入，因为从债券市场中他们基本上一无所获。国际市场稍落后于美国市场，估值总体上比美国低，但已不算便宜。如果投资经理人想找一个能够赚点钱的时机的话，那就是现在。因为很明显，我们必须付出更多的努力去寻找好公司，市场也存在着这样的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



《巴伦周刊》：您在寻找什么样的机会呢？

凯特勒：我们的股票池中显示的股票数量越来越少。在过去的一年里，世界上的其他一些地区股市表现较弱。如随着日本对安倍经济学的呼声减弱，日本股市表现也不尽如人意。但在世界的其他一些地方也许还存在着机会。2014 年，已很难找到极度被低估的行业。几乎我们所有持股的公司，在其业务或其他方面一定存在闪光的东西，而绝不是因为整个行业本身的低估。

《巴伦周刊》：为什么会有这种情况呢？

凯特勒：主要是债券收益。看看欧洲股市，迄今为止，回报基本来自于西班牙和意大利，这两个国家曾最为衰弱。银行和公用事业是经济发展的推动力量，因为银行主要服务于国内的经济发展，而公用事业可增加国民的收入。这也是投资者所想要的，投资者愿意支付更高的价格。再看看债券收益，意大利 10 年期国债的收益率略低于 3%，西班牙是 2.6%，美国 10 年期国债的收益率约为 2.6%。风险何在？波动性呢？显然，主权债券收益率折射出人们对欧元区经济前景的巨大信心。货币支持和流动性等都是可以看到的。这也推动了投资者进入股市，因为债市已经没有多少可赚了，除非出现类似于日本通缩的情况。

《巴伦周刊》：关于公司您看好哪些特性呢？

凯特勒：经营杠杆是我们一直在追寻的，也是 2014 年业绩的驱动因素。从金融危机开始到 2011 年欧债危机风波横扫整个欧洲时，欧洲的一些公司有意大幅削减其固定成本。最终这意味着任何收入的改善就会促进盈利能力或经营杠杆的显著表现，这正是投资者正在积极买入的原因。我们也对这类公司很感兴趣，也一直在筛选这类股票。

《巴伦周刊》：如何看新兴股票市场？

凯特勒：在过去的 6-9 个月，我们一直在增持新兴市场股票。从 2014 年年初至今，我们的新兴市场基金上涨了约 8%，而国际价值基金仅上涨约 2%，新兴市场的表现明显要好于发达市场。然而，在相对估值上，新兴市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场并不比发达市场更有吸引力。但新兴市场并没有什么不妥之处。2013 年许多国家货币贬值，财政政策更加谨慎，并做了一些结构调整。或者，进行行政机构改革，如印度。新政府更加支持企业和就业，一切都朝着好的方向发展。因此，我们有理由对新兴市场保持乐观，特别是我们的投资组合，其中更多的是中小盘股，并且主要是国内消费型股票，而不只是全球增长型股票。

《巴伦周刊》：能分享一下您认为比较有价值的股票吗？

凯特勒：小松集团（Komatsu）总部设在日本，是全球最大的工程机械及矿山机械制造企业之一。它和美国卡特彼勒（Caterpillar，财富 500 强公司之一）类似，但股价表现肯定不好，2013 年约上涨 4%（按美元计），而卡特彼勒全年涨幅达 32%。小松集团的不佳表现吸引了我们的注意。小松集团市值达 220 亿美元，收益率约为 2.5%，对日本来说贡献已相当的大。但其市盈率为 14 倍，股本回报率约为 12%。我们筛选的标准是具有超强的资金实力和经营杠杆，而不是财务杠杆的公司。小松集团负债很少，符合我们的要求。

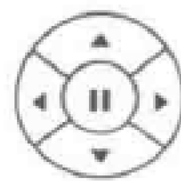
《巴伦周刊》：什么使这只股票价格走低呢？

凯特勒：在过去两年里，矿业在资本支出上巨大的弱点已经反映在股价上了，这对盈利已造成了很大的冲击，对公司经营利润也构成了相当大的侵蚀。现在的问题是，接下来会怎么样？我们的建议是，投资者应关注较好的采矿设备生产商。尽管这家公司的总部设在日本，但这家公司基本是全球运营的。它的传统市场包括日本、北美和欧洲。战略市场很有趣，如南美洲、中欧国家、中国、亚洲、中东和非洲。因此，这家公司正在面向这些市场的建筑工程领域。尽管你已得知过去三年的股市行情，但从国内的经济来看，新兴市场的经济增长将远远超过发达市场，这是毫无疑问的。

《巴伦周刊》：请您再谈谈其他行业吧。

凯特勒：国际联合航空集团（International Consolidated Airlines Group）成立于2011 年，是英国航空公司和西班牙伊比利亚航空公司合并而成。现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在是欧洲第三大航空集团，市值约为130亿美元。2014年股价处在挣扎状态，已下降3%（按当地货币计）。对比一下它的同行，也是我们国际投资组合中的配置——美国航空集团（American Airlines Group）。为什么欧洲航空公司的股价下跌，而美国航空的股价上涨呢？这是因为投资者对于欧洲和亚洲客运能力的担心，而大家都能看到的是，美国航空公司的合并运输能力正在增强。目前，国际联合航空集团的市盈率处于周期性低位，而收入也处在历史低位。然而，我们预计国际联合航空集团的回报会创历史纪录，在未来的12个月很有可能会有低双位数的回报。固定成本业务占用了大量资金，但管理层已大幅削减了成本。

《巴伦周刊》：燃油价格会不会让人担忧？

凯特勒：这一直是个问题，但国际联合航空集团70%以上的喷气燃油足以应付未来12个月的用量。因此，对中东地缘政治问题的影响不会太大。我们喜欢国际联合航空集团的航线网络。英国业务约占其总收入的1/3。英国经济强劲有力，是欧洲的亮点。美国航线业务约占其收入的14%，公司牢牢把控着英国伦敦希思罗机场的起降权。

《巴伦周刊》：投资者会忽视什么呢？

凯特勒：投资者容易忽视利息、折旧、税收和租金等因素，因为公司租用了很多飞机。而且，其股票按5倍的市盈率进行交易，低于同行。我们期待其盈利的改善。此外，由于波斯湾航空公司客运能力的提升，国际联合航空集团的亚洲航线不是很多，这也是全球航空公司的问题。喷气燃油的价格可能会回落，而且，公司已经收购了位于西班牙巴塞罗那的伏林航空（Vueling Airlines）这样低成本的航空公司。综合上述这些情况，投资者都关注于美国的航空公司，可能会错过国外的一些机会。我们认为国际联合航空集团的盈利再好一点，市盈率再高一点，跑赢全球指数应该很容易。

《巴伦周刊》：还有其他好的价值标的吗？

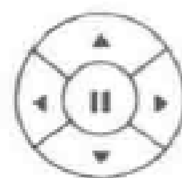
凯特勒：全球能效管理专家施耐德电气（Schneider Electric）就是一台自动取款机，其职责是确保客户的能源成本下降。施耐德电气擅长将能效和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自动化这些主题与伟大的软件结合。该公司通过其电力企业参与电动汽车、智慧城市和智能电网等项目。因此，一些资本性支出是必要的，但施耐德会立刻受益。现在与2013年不同，该公司已经经历了大量的收购。公司管理高效，很清楚在做什么。表面上看，可能你会说该公司并没有被低估。但投资者没有看到该公司正处在关键时期，甚至连管理层也承认并购已完成，股票回购的可能性正在增加。

该公司在北美建筑市场发展势头很好，将受益于美国工业资本支出的增长，并且，该公司面向新兴市场。此外，施耐德是全球最大的中低电压企业之一。施耐德能生产任何类型建筑所需的插头和开关等产品。事实上，施耐德已经牢牢垄断了这一细分领域，公司已经兼并了很多竞争对手。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



25 扎卡里·卡拉贝尔：风险资产比想象中的安全

2014 年 8 月份，里弗图埃斯研究机构（River Twice Research）和里弗图埃斯资本顾问公司的总裁扎卡里·卡拉贝尔（Zachary Karabell）发表了有别于市场的观点。大意是，高收益债券和新兴市场债券等投资标的可能比许多投资者想象的要更安全。

如何看待市场风险？

我们生活在普遍重视风险的世界，尤其是在金融领域。先是世纪之交时出现的互联网泡沫，随后“9·11”事件爆发，市场急剧萎缩直至 2002 年 10 月，紧跟着便是 5 年前的金融危机造就的噩梦，如今仍然历历在目。经过近 15 年的洗礼，风险在金融市场中早已司空见惯。

但问题是，这种对风险的高度敏感有可能导致对资产的错误定价分析，最终难以达成最优的投资决策。

当前高收益债券（又称“垃圾债券”）和新兴市场债券的收益以及人们对它们的态度就是最好的例证。这两种债券都被视为是带有已知和未知缺陷的风险资产。国际货币基金（IMF）在（2014 年）4 月的时候警告说，新兴市场国家经济增长放缓和利率上升等可能会给投资组合带来负面影响，很多投资者并未做好准备。2008 年以后大量的资金涌入新兴市场债券，现在 760 亿美元的共同基金瞄准新兴市场债券，而在 2008 年只有 120 亿美元。国际

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

货币基金强调新兴市场在2013年一年就增发了3000亿美元的企业债券，这被解读是市场存在泡沫的迹象。

但果真如此吗？现在到处都在谈论市场泡沫，瞬间泡沫四起。回顾15年的动荡，下跌比上涨更能触动投资者的神经，这些直观的讨论往往更能引起投资者情感的共鸣，但并不一定正确。

无论是高收益债券，还是新兴市场债券，都被视为天生带有风险的投资类别。它们至少带有两类风险，即更大的投资受损风险和波动风险。和大盘蓝筹股，如IBM或沃尔玛（WMT），以及投资级债券（如标准普尔评级BBB级以上的债券）组合、美国国债相比，垃圾债券和新兴市场债券被认为是高风险类资产。因此，放贷者往往能获得高息回报，他们往往更容易受价格波动的影响。

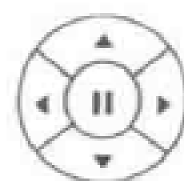
2013年6月，当时的美联储主席伯南克（Ben Bernanke）一暗示美联储将开始削减其债券购买计划，新兴市场债券就遭到疯狂抛售，价格在几周内下跌超过了10%。其原因不在于土耳其和巴西债券基本面的突变，而在于市场的看法：资金在全球债券市场间大规模流动，完全是基于美联储政策的影响。令人担忧的是，当美联储开始逐步退出量化宽松政策时，债券市场出现资金外逃和需求下跌的情况。

而2014年美联储仍在大幅削减其债券购买计划，其月购买量减少近一半，有可能到2014年年底一直都处于下滑通道。与此同时，新兴市场债券已经收复2013年6月的损失。自（2014年）5月份以来，市场有所回升，不过，收益仍维持在低位。因此，市场把这些资产仅仅解读为是美联储泡沫的衍生物是不恰当的。

当然，这也可能只是暂时的。另一个对全球系统的冲击或能证明市场对于风险的解释是正确的。央行流动性泛滥引发了人们对金融资产的担忧。这些忧虑不会完全消失，直到全球央行紧缩货币政策。但我们离结束这一政策的日子还很遥远。（2014年）6月5日，欧洲央行（ECB）宣布将采取一系列政策组合。事实上，在欧洲央行行长马里奥·德拉吉（Mario Draghi）的推动下，欧洲正在开始量化宽松政策。

加上安倍晋三在日本推行的宽松货币政策，当前世界的流动性已相当充裕。还有，主权财富基金的流动性也是相当充裕，远超5万亿美元。如果你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



期待流动性紧缩的到来，可能要等很长时间。

事实上，高收益债券和新兴市场债券目前有价有市，并未显现太大风险。

依据对违约风险的界定，现在很多低评级债券只是略高于“安全”债券的实际风险。在过去的三年，垃圾债（评信级别在标普 BB 级以下的债券或者穆迪 Ba 级以下公司发行的债券）的违约率也就比投资级债券高几个百分点。除了 2009 年低评级债券违约率激增，超过了 8% 以外，其余时期，所谓的“垃圾”债券违约率都不到 5%，在过去的几年违约率甚至要低于 2.5%。而最低级债券，C 级或 C 级以下，违约率较高。B 级债券自 2003 年以来违约率低于 1.5%。

新兴市场债券也是如此。然而，相对于国债和投资级公司债券，新兴市场债券和高收益债券仍是在溢价交易。过去几年，越来越多的资金大量投向此类债券，收益差别已进一步压缩。

高投资级别债券和新兴市场以及高收益债券之间的收益差距不断缩小，这也表明投资者在高风险资产方面投资过多。随着越来越多的资金进入这些资产，价格就会上涨，收益因此下降。问题是和风险相比，这些收益是否匹配？

事实上，许多新兴市场债券，无论是企业发行的债券或国家债券都存在风险。因为这些新兴市场国家，如墨西哥、土耳其和韩国都曾被认为存在风险。还有，我们的周围充满着低通胀的资本，这意味着合法的实体并不需要支付过高的利率。

如果你认为央行会继续推行宽松货币政策，利率会大幅上升，市场将会动荡，并且会出现新的危机，那么，新兴市场债券和高收益债券自然也会不同程度地受到负面影响。

如果你没有上述想法则另当别论。其实，尽管新兴市场债券和高收益债券存在高风险，它们的下行空间并不比美国国债和投资级公司债大。除非投资者不再紧盯风险，而是更专注于回报，否则状况很难改变。

股票被高估？

卡拉贝尔认为：当前股票价格可能很贵，但并没有充足的证据显示市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

估值已经到达了巅峰。

对市场进行估值有许多方法，过去的几十年中，市盈率（P/E）估值法已成为首选的参考指标。其实，不管什么样的估值方法，只要是能够帮助投资者评判股价是否合理就可以。

我们经常听到的一个说法是，标普500指数长期平均市盈率为15。贝斯普克投资集团（Bespoke Investment Group）的数据显示，自1929年以来标普500指数市盈率的平均值为15.25，自1989年以来的平均值为18.90，自2004年以来10年的平均水平为16.95。这些都是滚动平均值，是以最近报告的12个月（四个季度）的净利润或者每股收益为基础来计算的（滚动市盈率＝当前股价÷最近4个季度基本每股收益之和）。目前滚动市盈率约为17。

这些情况表明市场既不便宜，但也不太贵。但这只是平均值，它综合了市盈率特别高的几年（1998年和1999年，市盈率达30倍），以及市盈率比较低的几年（2006年市盈率低于16倍，1980年市盈率低于10倍）。平均值隐藏了诸多差异，就如同当比尔·盖茨走进酒吧，在房间里的每个人都成了平均意义上的百万富翁。在统计学上这是真实的，但也是无意义的。

平均而言，依据P/E指标，今天的股票（至少标准普尔500指数）应介于便宜和昂贵之间。但是，如果依据远期估值方法，这一状况就会发生改变。滚动估值依据的是真实发生了的数据，而远期估值依据的则是预期的数据。然而，我们购买股票，是基于该股票能给我们带来多大收益的预期，而不是公司未来的财务表现。IBM Selectric 电动打字机曾垄断整个市场，但你现在不会买IBM公司的股票。通用电气（General Electric）白炽灯泡曾拥有主导专利权，但你现在也不会购买通用电气的股票。总之，你购买股票不是基于公司已经做了什么，而是你认为这只股票将来会有多大前途。至少这是我们投资的一个标准。

从这个意义上讲，远期P/E是衡量估值的一个很好的标准，因为大多数投资者依据预期市盈率购买股票。依据该指标，股市现在还处在20世纪90年代早中期阶段。

耶鲁大学经济学教授罗伯特·希勒依据10年均值开发了一个指数。根据这个指数，今天股票远高于其长期平均水平，但远低于20世纪90年代末股市泡沫的水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

26 汤姆·霍华德：100万美元如何变成6000万美元

Athena Invest 的首席执行官兼研究主管汤姆·霍华德（Thomas Howard）的主力基金过去十年表现不俗，年均回报率达 16.2%，同期罗素 2000 股指年均回报率为 8.5%。2013 年该基金回报率 66.6%，罗素 2000 股指 38.8%。但该基金也有表现明显逊色的时候，2012 年该基金回报率 −4%，罗素 2000 回报率 16.3%。霍华德也是丹佛大学的名誉教授，著有《资产组合管理者行为学》，以下内容节选自该书。

长期来看，财富的成功积累依靠的是复合增长。如果你想以 100 万美元起步，每年平均增长 9.7%（股市平均水平），20 年后你就可以有 460 万美元的财富。

如果你再投资 10 年，资产将达到 1000 万美元。或者，如果你每年能多赚 4%，资产也会达到 1000 万美元。如果这两点你都做到了，你的资产将达到 3000 万美元，甚至是 6000 万美元。

数学计算很简单，但真正积累财富却是很困难的。如果能按照下文所述的方法做，实现财富积累将指日可待。

做长期投资不易

在过去的 20 年中，投资者经历了无数的市场风险和挑战。危机早期发生的事件虽然都令人生畏，但结果出人意料。在这段时间，标准普尔 500 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

均复合回报率达9.5%，约等于股市增长的长期平均值。

历史的教训是投资需要经历时间的考验。成为成功投资者的关键是要有一个全面的投资策略——能提供所需的流动性、现金流和安全保障。股票投资组合的配置需要时间来实现增长。投资者需要经受住市场的磨练和检验，才能获取投资回报。

因此，财富的生成须着眼于长期回报，同时还需避免受短期情绪波动的干扰。在这方面，投资者面临的最大挑战是“短视损失厌恶”（myopic loss aversion）的规避。也就是说，当损失和收益同等时，投资者对于损失会感受到双倍的痛苦（这就是所谓的2∶1损失厌恶），因此，投资者倾向于关注1年、1个季度或者1个月的短期表现。这种2∶1的损失厌恶和短期关注将会导致“短视损失厌恶”认知错误。最终，投资者的长期财富收益也将受到影响。“短视损失厌恶”会渗透到财富生成的每一个环节，从组建投资组合到选择投资经理，以及管理个人投资。

按投资者需求配置投资组合

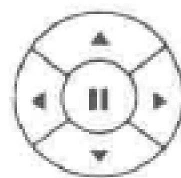
现在可以考虑构建与众不同的投资组合了。当然，这个投资组合能让投资者在面临突发事件的挑战时，可以自信地停留在市场上。一般来说，投资顾问会进行多元化的资产配置以稳定动荡时期的回报。我们都见过很多饼状图可以展示债券、国际投资、蓝筹股、小盘股、价值成长股等资产的配置比例。这些资产配置虽然很有意义，但当市场像2008年那样接连下跌时，并不足以安抚投资者。

避免“短视损失厌恶”造成的投资失误最好的办法就是分别按照投资者长短期的不同需求来配置投资组合。

短期操作投资组合

不管市场会有什么变化，投资者必须相信自己短期投资的回报一定可以达成。要想投资成功就要依靠资产配置来实现。投资者需要保留生活必须的那一部分钱，用以支付账单，提供流动性，有时还应“未雨绸缪”以备不时之需。为保证长期投资，这部分用于生活的资金必须要和用于投资的资金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



分开。流动性和生活必须的费用有保障之后，有效策略才能支撑目标的达成。

短期投资组合应考虑紧急情况，以及短期收入回报。可投资储蓄存款、货币市场工具（如一年期或期限更短的短期债券）或短期票据等，以免受市场波动的影响。

长期资本增长投资组合

虽然投资者的寿命不是无限的，但大多数投资者都有长期的投资眼光。

即使是刚退休的人也需要有长远的投资眼光。我最近刚从大学退休。我妻子和我未来的寿命加一块儿为 30 年，时间与我在丹佛大学的教龄一样长。此外，我们创设的信托基金和基金会，至少在我们死后 20 年还会存在。因此，我们可以构建 50 年期限的投资组合。

长期投资需要有一个明确的市场收益预期。资本增长投资组合应主要投资于那些能取得最高预期回报的市场。如果你认为股票市场在所有资产类别中的预期收益最高（股市长期年均复合回报率约为 10%），股市应该在投资组合中处于突出位置。投资组合首先要考虑的问题就是预期投资的收益大小。

长期投资可降低波动性和关联性的负面影响。如对另类投资（如大宗商品、管理期货和不动产投资）的迷恋将有损长期投资的构建，另类投资虽然也会使波动性和关联性降低，但是，收益也会大大降低。

我们的目标是要使长期财富增值。不幸的是，任何投资都会带有短期的情感波动。但是，短期的波动对于长期投资组合的回报来说是无足轻重的。

众所周知，情绪往往会凌驾于最为周密的逻辑之上。这也是我们需要专注于长期投资的原因。否则，代价会相当昂贵。例如，1951 年在股票市场投资 1 万美元，经历 63 年的震荡到 2013 年，其资产将达到 690 万美元，而如果同等金额投资于债券，其资产价值可能是 40 万美元。

回顾历史，你总能发现其他资产类别短期表现优于股票的情况，但在构建投资组合的时候，我们得朝前看。高预期收益率市场，即股市应该主导长期投资组合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

创建多元化投资策略组合

资本增长投资组合不能简单地投资于各种资产类别，而应有具体的策略。投资策略包括基金经理人投资选择的通常方法以及经理人关注的具体要素，如公司的管理质量、增长前景等。至少要选择 6-8 个不同的策略。

简单的 60/40 资产类别配置比率不再像过去那样起作用。由于人们通常可以活到八十多岁，高债券比例型投资组合的增长速度已经不能满足人们生活成本上升的速度。

避免大面积撒网。随着投资组合的增大，资产类别的过度多元化以及基金经理的管理水平显得尤为引人注目。要降低短期投资组合的波动性，需要至少 10-20 只股票。股票超过 20 只，投资组合的波动就变得更小了。事实上，10 只股票就可以取得 83% 的多元化收益，20 只股票可以取得 91% ，275 只股票仅可取得 9% 的多元化收益。因此，投资组合很少有超过 20 只股票。

寻找积极主动型的基金经理人

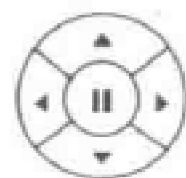
资本增长投资组合中，赚取超额收益是非常重要的。被动型的指数（Passive indexing）型操作法会跟随市场回报来体现收益，成本虽很低，但成功的积极主动型基金经理人常能取得超额的收益，而且这种超额收益的影响是长期的。比如，10% 的预期收益率，增加 4% 的超额收益，假如投资 100 万美元，30 年后的收益将增加 300 万美元。

研究表明，超额收益可以通过积极的经理人产生长期效益。第一步，需要识别出积极主动型基金经理人和被动型指数型管理人。真正的积极主动型基金经理在整个主动股票型基金中只占 30% ，其余的都是被动型的指数型管理人。

积极主动型的投资组合确实会遇到一些短期的波动，显示较高的跟踪误差。它们可能跑输大市，同时又在短期内以较高的利润率跑赢基准。也就是说，短期收益和基准并不能帮你识别一个成功的主动型基金经理人。

选择和评估优秀的基金管理者，最好的办法是把重点放在管理者的行为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



上：策略、一致性和信念。尽一切努力，以确定该经理是否能够一如既往地奉行既定战略，并非常有信心地加仓甚至重仓持有。

为了恰当地评估一个主动型基金经理的表现，允许他们在特殊重要的时期持有战略性仓位，甚至有时候可以牺牲流动性以换取超额回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

27 约翰·海瑟威：投资失宠的黄金

托克维尔黄金基金（Tocqueville Gold Fund）联席经理约翰·海瑟威（John Hathaway）管理着16亿美元的资金。他是黄金的长期投资者，自1998年托克维尔黄金基金成立以来，他一直管理该基金。2014年年初以来，托克维尔黄金基金的总回报率为37.48%，位列晨星同类排名前12%。其15年年均回报率为13.86%，居同类排名之首。

黄金和矿业股已失宠，但这也是约翰·海瑟威看涨黄金的一个重要原因。

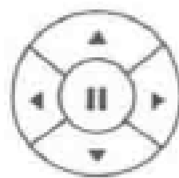
2008–2009年金融危机之后，黄金成为一种受欢迎的投资选择，因市场担心央行超发货币会造成货币贬值。从2010年1月至2011年9月6日，黄金价格涨幅高达70%，达到最高点每盎司1921.17美元。而2013年年底跌至每盎司1183美元。

2014年9月份，《巴伦周刊》记者采访了约翰·海瑟威，海瑟威预计黄金的前景一片光明，他正选购一些管理良好的矿业公司的股票，以下是那次采访的具体内容。

《巴伦周刊》：您怎么看当前的黄金价格和矿业类股票？

海瑟威：受联邦公开市场委员会（FOMC）决定逐步退出量化宽松政策等影响，黄金价格一路下跌。（2014年）6月份联邦公开市场委员会最近

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一次会议之后，黄金价格又开始走高。这次会议有别于之前的11次会议内容，之前会议时都是一讨论逐步退出量化宽松政策，黄金价格就会大幅下跌。

贵金属矿业公司的股价已领先于黄金价格，这也让我倍感鼓舞。和过去几年不同，黄金走势一直跑赢其他贵金属，并在2011年达到顶峰。现在，我们看到黄金价格又跑赢其他贵金属，这就是好兆头。

《巴伦周刊》：为什么呢?

海瑟威：所有的市场都是具有前瞻性的，如果投资者看涨黄金价格，那么黄金股的走势就会提前发动。而当金价持续走高，在2011年创下历史新高后，股价再上涨很明显就吃力了，这就是黄金价格不能再持续下去的征兆。

如果黄金价格上涨10%，黄金采矿业的盈利增幅可达25%，但各家公司会稍有不同。在某种程度上，矿业股堪称是黄金期权。

《巴伦周刊》：您最近在致基金投资者信中提到，“促使贵金属强劲上涨的催化剂有很多，但时机却难以把握。”能否解释一下?

海瑟威：时机确实是很难把握的。在致投资者信中，我提到在金融市场中可能存在很多不确定性的东西。任何一个因素都有可能是改变黄金市场心理变化的催化剂，包括股票市场遭遇熊市、通胀上升、地缘政治问题等。

《巴伦周刊》：您主张投资黄金的理由是什么呢?

海瑟威：自2008年为拯救金融体系而实施的激进货币政策存在着很大的不确定性。还有，美联储官员虽说可以很顺利地退出量化宽松政策，但从投资黄金的角度考虑，退出量化宽松可能不会很顺利，并可能会导致金融市场的混乱。

由于央行的调控，利率异常之低。美联储通过购买国债实现了这一目的。金融资产的估值基于不切实际和不可持续的超低利率。一旦打了折扣的现金流模型被迫调整到高利率水平时——我们不知道什么时候会出现，但它总有一天会发生——这可能非常具有破坏性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《巴伦周刊》：黄金开采是资本密集型业务，矿业公司通常还需要应对政治问题，而且回报也不是很稳定，那为什么还要投资矿业股呢？

海瑟威：的确，采矿业非常具有挑战性，难于管理是众所周知的。但对于托克维尔黄金基金来说，挑选出好的采矿公司是没有问题的。采矿业务很难，但不意味着每一个矿业公司都是不好的。机会是存在的。管理高效、能够不断增加优质资产的矿业股就是我们要搜寻的目标。

《巴伦周刊》：投资矿业股会面临哪些问题呢？

海瑟威：刚才你提到了黄金开采是资本密集型业务，而且金价也很不稳定。采矿计划往往基于预计的金价走势，但整个矿井建设需要很多年，通常的情况是，矿井启动时候的黄金价格与矿井设计时的价格有很大的不同，启动时的价格可能更低。这就是问题，当然还有其他方面的问题，如有些国家政权更迭频繁等。因此，还必须要将地方法治状况考虑进去。

《巴伦周刊》：若要评估全球的黄金供应，您会考虑哪些因素呢？

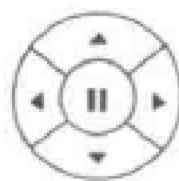
海瑟威：谈到黄金的供需问题，你需要了解以下两个方面。首先，每年全球的黄金产量大约为 3000 公吨。由于大多数矿业公司削减产量并采取更保守的资本支出管理方法，新矿供应将趋于平稳，明后年甚至可能会下降。2016 年之后的三四年，新的黄金仍会被开采，但供应量不会上升。

其次，地上的黄金供应对黄金价格尤为重要。地上的黄金供应约 17 万公吨左右，但这一数字还未经证实。从理论上讲，所有被开采的黄金一直在地面上。这绝不是戏言，因为很多的黄金保存在博物馆或世界其他地方。依据矿山产量，黄金的供给基本上是固定的，变化很小。其增长速度约为 1%-2% 。因为还有很多对珠宝的需求。

《巴伦周刊》：哪一只股票最能代表您喜欢的公司类型呢？

海瑟威：加拿大迪图尔黄金公司（Detour Gold Corp），专注于其资产增值，公司拥有安大略省整个迪图尔湖矿。该矿黄金储备约为 1550 万盎司，预计黄金年产量为 66 万盎司，开采寿命约为 21 年。该矿储量巨大，是加拿大迄今发现的最大可开采金矿，而且可供开采的时间长，这在黄金产业中都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



是极为罕见的。此外，安大略省政治稳定。该公司仍处于初创阶段，所以，在市场盈利能力方面，我充满信心。

《巴伦周刊》：年初至今，迪图尔黄金公司股价已经上涨了250%，达14.43加元（约13.54美元）。还有什么因素可以将股价再推高呢?

海瑟威：该公司股价已涨得很高了，部分原因是2014年年初，我们的一个重仓股——加拿大奥西士克矿产公司（Osisko Mining Corp.）被收购了。当一个行业出现大的收购时，投资者就会四处寻找下一个可能被收购的目标。我的意思不是说迪图尔黄金公司很快会被收购，但迪图尔黄金公司在所有可能的收购对象中应该处于靠前或者是中心位置。

《巴伦周刊》：您还持有哪些公司的股票呢?

海瑟威：2011年，我们最初投资加拿大B2Gold公司时，公司在尼加拉瓜（Nicaragua）有两个金矿，年均黄金产量约为14万盎司。2014年，公司的目标总产量为40万盎司。总产量的增加主要依靠对CGA矿业公司的收购，CGA矿业公司在菲律宾年均黄金产量20万盎司。一旦在纳米比亚（Namibia）的项目开始投产，B2Gold于2015年的黄金产量预计将会达55万盎司。B2Gold已经从2008年的一个勘探公司发展成到2015年产量达55万盎司的黄金生产商。8年，它出现了令人震惊的转变。该公司经过资产收购，向前推进，成果已现。

与保守的大矿业公司不同，B2Gold抓住了市场低迷的机会，不断地吸纳世界各地有吸引力的资产。睿智的管理层在伺机推进收购时，公司的价值也逐渐凸显。

《巴伦周刊》：推动这些公司股价走高的因素还有哪些?

海瑟威：共同的催化剂就是金价上涨。但对于B2Gold公司来说，他们收购的资产将使公司的黄金产量增加，从而带来大量现金流。

加拿大的另一家公司Torex黄金资源有限公司的资产很不错，我们很看重其管理层，这家矿业股从各个方面来说都有上升的潜力，当然，这也将是一块业内所觊觎的优质资产。

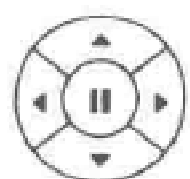
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《巴伦周刊》：请总结一下您对黄金的整体看法吧。

海瑟威：黄金投资被认为是利基战略（niche strategy），不是主流，一直位于投资范畴的边缘。这也是黄金为何如此失宠的原因之一，也可能是西方金融市场对待黄金的思维造成的。虽然投资者可能会猜测各种推高黄金价格的因素，但现在你不必去探寻。

1998 年，当我们决定投资黄金时，黄金已完全失宠。你不知道 1998 年或 1999 年之后的 10 年会发生什么事情。我从来都没想被归为末日预言者，因为我基本上是乐观的。客观地说，“黄金是遭人厌弃的优质资产”。坦白讲，每个人都讨厌它。但随着未来的发展变化，这一状况是可以改变的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



28 理查德·普泽纳：深挖价值标的

理查德·普泽纳（Richard Pzena）是普泽纳投资管理公司（Pzena Investment Management）首席投资官，他坚持深度价值投资的原则，不怕冒险。截至2014年7月底，该公司共管理264亿美元的资产。

普泽纳投资管理公司自1996年成立以来，有时回报会不稳定，但公司一直奉行深度价值原则和集中投资的组合策略。

不久前，理查德·普泽纳接受了《巴伦周刊》记者的采访。他视大银行，如花旗集团（Citi）和美国银行（Bank of America），为最佳价值标的。他还看好国际石油装备公司，如英国石油公司（BP）和皇家荷兰壳牌石油公司（Royal Dutch Shell）。

《巴伦周刊》：能介绍一下您的投资方法吗？

普泽纳：我们坚持深度价值投资的原则，喜欢那些因公司业务出现问题而导致股价大幅下挫的股票。这些公司的盈利水平处于历史低点，但我们相信它们可以解决问题，这正是我们为什么能低价买入的原因。这需要很大的耐心，需要长期跟踪记录，而且在短期内很难预测。这种策略是投资组合不可分割的一部分，也是对其非常有价值的补充。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《巴伦周刊》：您持有多少只股票呢？

普泽纳：我们的持股相对比较集中。美国大盘股价值策略投资组合只有30－40只股票，新兴市场和全球投资组合约有50－60只股票。

《巴伦周刊》：您愿意承受一定的波动性吗？

普泽纳：从长远来看，持有最廉价的股票还是值得的。短期波动影响不大，因为投资不是短期的事。如果你设定的投资回报期仅为一年，你就犯了大错，因为这更像是在赌博。但如果你的投资回报期为10年或者20年，每月的波动基本上对你没有什么影响。

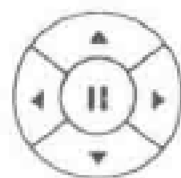
《巴伦周刊》：请谈谈您最看好的金融和能源这两块领域。

普泽纳：先从大银行说起吧。大银行股的估值已经相当低了。现在很难找到像5年前那样估值极低的股票了，这种机会现在很难碰到。至于大型银行，人们一直担心来自监管层面的变化和压力，这会对银行业的盈利能力构成潜在破坏。和股票以及其他投资工具的收益相比较，银行亏损主要是因为经济因素而非监管。目前，这三大影响因素依然存在。

首先，利率非常低，所以，存款收集型银行赚钱会很困难，而且还要维持高昂的分行运营费用。银行在美联储存放着巨额资金，可赚25个基点，但需付更高的利息来吸纳存款，这种商业模式本身就很有问题。在过去，存款特许经营权非常受宠，银行特许经营的魅力就在于其能够获取稳定的低成本资金，但现在这些并未产生任何收益。事实上，产生的只是亏损。如果利率回归正常水平的话，那么存款业务的利润才能恢复正常。

其次，对于全球金融机构来说，交易业务量正在偏离长期趋势。过去，金融资产债务与交易量之间的关系相对稳定，但现在，这种稳定关系已经被打破了。如果交易量复苏，大型投资银行的收入就会显著提高。此外，自金融危机以来，积极参与市场的银行数量大大减少。很多二线银行都已退出，现在市场主要参与的银行有摩根大通、高盛、美国银行以及花旗集团。因此，如果交易量反弹，这些银行将会受益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



《巴伦周刊》：最后一个因素是?

普泽纳：与银行相关的诉讼引起的附加费用，我称之为政府对大银行的迫害。还有处理不良贷款的费用。如果利率、交易量以及费用这三个因素正常化，美国银行和花旗集团的盈利可能增加一倍，摩根大通的盈利也将有很大的提高。

《巴伦周刊》：能否更具体一些?

普泽纳：预计2014年花旗集团每股收益约为4.40美元，正常化5年后每股收益可达8.40美元。而美国银行正常化后每股收益可能达到2.30美元，2014年预计约为1.30美元。目前这两家银行按账面价值交易，当前市盈率10-12倍，风险与回报相当。账面价值几十年来就是最安全的判断依据，如果盈利恢复正常，一些个股将会有翻番的潜力。市场上现在还没有更好的标准。

《巴伦周刊》：能源股怎么样呢?

普泽纳：依据相对估值和整体市场水平，无论市净率还是市盈率都显示，大型综合石油公司的股价现在都处于历史低位。

如英国石油公司（BP）、埃克森美孚国际公司（ExxonMobil）、荷兰皇家壳牌石油公司（Royal Dutch Shell）和道达尔公司（Total）。过去十年几乎所有的大型石油公司都上马了大型项目建设，资本支出增加了三倍多，但是收益并不明显，产量没有增长。事实上，产量已在下降。

《巴伦周刊》：市场遗漏了哪些信息呢?

普泽纳：投资的性质发生了巨大变化。现在这些都是大型项目，如深水钻井、建液化天然气厂等。它们不再是先打井，然后下一年投产。这些项目至少要等5-7年才有回报。在这之前，这些资产都是非生产性的，与此同时，老井也在枯竭。我们预计这些新的大型项目将会有很可观的回报，而且未来几年产量会稳定增加。

到那时，产量增加，资本开支下降，股价就会回升。如英国石油公司和荷兰皇家壳牌石油公司，它们的估值比美国同行要低，当年市盈率约为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10–11倍，收益增长约为4%–5%，低于重置成本交易，依据能源价格保守估计，基本上是石油和天然气储量的清算价值，而这还不包括未投产的项目。

《巴伦周刊》：英国石油公司在俄罗斯还有一些项目，是不是有风险？

普泽纳：它在俄罗斯石油公司（Rosneft）拥有约20%的股份。按市场价格做清算分析和价值评估，俄罗斯石油公司的估值已是非常低了，相当于英国石油公司潜在价值的7%。当然存在一定的风险，但实际情况是，俄罗斯石油公司的价值远远超过现在的交易价。

《巴伦周刊》：史泰博公司（Staples）怎么样？

普泽纳：股价约为11美元，12倍的市盈率，股息收益率超过4%。

《巴伦周刊》：华尔街精英们担心这家公司的前景，有什么事情发生吗？

普泽纳：史泰博公司的零售业务萎缩，而配送业务却在增长。

《巴伦周刊》：配送是公司业务吗？

普泽纳：是的。史泰博公司是全球最大B2B互联网公司。配送业务是真正的资产，但人们一般只关注到零售业务，因为这部分是最明显的业务。史泰博公司削减零售业务的确是一个冒险策略：缩减零售店的规模，最终的销售额能够保留多少是个未知数。史泰博公司宣称，实体店面减少一半，销售额仍可维持在90%–95%。显然，如果史泰博公司能做到，这将是一件大好事。但问题是，零售店涉及到租赁是否到期的问题，史泰博公司不能随时缩减门店。现在有了缩减门店的预期，市场受到惊吓，销售额比预期下降的速度要快。

《巴伦周刊》：在公司业务上，史泰博公司敌得过亚马逊（Amazon）吗？

普泽纳：是的。商家都选择留在史泰博公司，因为通过史泰博更容易订购。亚马逊采用第三方订单模式。订购小件办公用品的流程是，办公室的传达员在几个星期中收集请求，然后下订单。如果从史泰博订购的话，企业和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



个人可享受送货上门的一站式服务。但如果你从亚马逊订购，可能你会和15个不同的卖家达成协议，接下来的几天，你可能会拥有15个不同的订单。而你就需要跟踪这一切。

《巴伦周刊》：什么可以改变投资者对史泰博的看法？

普泽纳：如果史泰博可以稳定零售端的业务，盈利就会恢复增长，该股就可能会爆发。我们估计，5年后，该股的每股收益可能会从2014年的1美元上涨到1.60美元左右。因此说，史泰博是一只非常有意思的股票。

《巴伦周刊》：所以，史泰博最终会挺过去？

普泽纳：每过一段时间，史泰博就会传出杠杆收购的传言。我不能确定史泰博是不是一个典型的杠杆收购标的，因为投资者总会担忧它的收入来源可能会消失。不过，私募股权的传闻不时会浮出水面。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

29 比尔·奈格伦的投资方式

比尔·奈格伦（Bill Nygren）管理的奥克马克基金（Oakmark）是一个以价值投资为导向的基金投资公司，寻求相对于价值有大幅折让的股票投资机会，当价格上升到价值水平时，就卖出持股。截至2013年第二季度，奈格伦的奥克马克基金在过去10年的年均收益率为8.13%，过去5年的年均收益为11.9%，过去一年的收益率为26.41%。

比尔·奈格伦自1983年以来一直是奥克马克基金的基金经理，2000年他被评为晨星公司的美国国内年度最佳基金经理。截至2013年年初，奥克马克基金管理着97亿美元的资产，比尔·奈格伦直接管理的奥克马克选择基金拥有38亿美元资产。

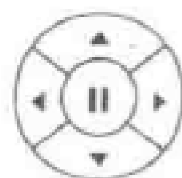
他在2013年10月份接受了采访，阐述了自己的投资方式，以下是这次采访的部分内容。

问：您如何识别被低估的公司？从发现有价值的公司，到真正进行投资大概要多长时间？

答：针对上市公司，我用自己的方法估算其商业价值，并寻找价格相对于价值有大的折扣的公司股票。当我为股票估值时，我首先假设公司为无杠杆的，估算出价值后，再根据公司实际的债务或现金余量调整每股价值。

我最喜欢的估值度量方法，是根据一家类似的公司被现金收购时的价格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



来估算当前公司的价值。在缺乏公司收购案例进行比较分析时，我会考虑采用其他行业与目标公司具有类似特征的企业被收购时的价格进行分析。我的目标是确定所有现金买家为拥有目标公司全部业务所支付的最高价格，并且他们在收购公司后仍然能获得足够的投资回报。

从发现股票到真正投资，所花费的时间不一而同。有时候，一个投资想法会非常清楚，发现股票一个星期内，我可能就得出应该购买的结论，并开始真正买入。有时候，股票可以留在我的“正在研究行列”多年，没有结论。我发现，我最好的投资通常在论证阶段的时间不是很长。正如巴菲特所说，如果对一只股票犹豫不决，则最好将它归于继续观察行列。

问：公司哪些方面对您决定是否投资具有重要作用，最终吸引您购买股票的一些公司主要素质是什么？此外，当您分析一家公司时，您所重视的领域有哪些？

答：我所选择出的投资机会，大部分都是用很长的时间跨度视角来分析公司。当我分析一个公司时，我的分析师会做出该公司未来至少两年完整的财务分析报表，然后对随后的 5 年假设一个每年每股的净值增长率，这至少会给我 7 年的预测视野。大多数分析师采用的分析时限一般最多为两年，大多数股票买卖者的视野可能更短，可能注重的未来半年甚至一个季度公司的盈利状况。

公司的负面新闻造成的短期股价下跌，往往会为我带来一个典型的投资机会。我认为，市场总是会把周期性的事件当成永久性事件来对待，采用长期视角，能将此类市场错误转变为自己的投资机会。

例如，现在大多数欧洲国家的经济很脆弱，目前欧洲汽车的销量水平很难使得欧洲现有汽车拥有率水平维持不断，只能不断下降。许多分析师依据现有静态的欧洲汽车销售，计算车企的商业价值，并得出现有汽车行业的估值是合适的结论。但我不认为欧洲的汽车人口将进入持续下降通道。因此，我认为未来汽车销售量会比今天高得多，并以此来对车企进行估值。因此，我得出结论——许多全球汽车公司的股票价格都很便宜。

问：当您选择公司股票时，哪些特点是您主要看中的？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

答：我和其他很多著名的长期投资者关注的点是相同的，比如公司的竞争格局、品牌实力、衰落的风险，等等。但是，这里有两个方面是我着重看重的，我认为，我比大多数投资者更注重分析公司未来的增长是否需要新的资本投入，或是否会产生多余的现金？公司管理层如何筹集所需的资金，或如何投资过剩资金？我所投资的公司需要管理层更加注重衡量自己公司股票的每股指标好坏，而不仅仅是考虑他们所管理的企业规模的大小。

在我看过的大部分的研究中，都指明很多管理层不能很好地使用现金，不能将现金转换成商业价值。特别是当前的利率接近于零，当一个公司产生大量的现金时，分析师往往通过简单的现金余额增长模型，设置一个市盈率估值水平对公司进行估值，但是，他们忽略了该公司所产生的现金是否能再投资并获得高收益的问题，因为如果不能产生相同的再投资收益率，公司的现金流就无法增长。

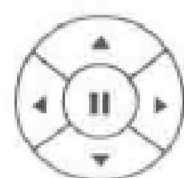
问：是什么让您的投资管理与别人不同？

答：我认为我的公司有两个主要的特点。首先，我的奥克马克基金所做的一切都是基于价值投资的理念。我认为许多公司都提供价值型和成长型基金，这样的诱惑的确较大，这可能会帮助增加公司的收入，但我认为，两个相反的方法一起运作会使得公司的风格随着时间而摇摆，但投资中最重要的是遵守纪律。

此外，虽然我遵循一个非常有纪律的方式，我在对每家公司进行估值的时候都根据具体情况制定一个适当的估值标准。对于一些公司来说，我更看重账面价值作为一个很好的价值尺度，对一些公司我看重它的销售额；对另一些我看重它的现金流。有时候，你需要看看在广告或研发费用支出前的可自由支配的现金流，以发现隐藏的价值。我在为每家公司估值时，不使用统一的简单估值工具，比如市盈率等，我相信这样可以使得我的投资选择更加可信。

最后，我与大多数基金经理不同的另一点是我思考风险的方式。对大多数基金管理者来说，风险主要是指回报的波动率，或自身回报与标准普尔回报偏离的波动率。我将风险定义为赔钱。虽然在任何一年里，奥克马克基金的回报可能会比其他基金更为波动，或可能会明显偏离标准普尔的回报，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



我认为奥克马克基金的风险是低于平均水平的。例如，你看一下当标准普尔回报为负的时候，奥克马克基金总是会比标准普尔的回报高。

问：您的投资组合中对金融服务领域的投资份额占到了28.6%，请问为什么对金融服务业重仓投资？

答：我认为金融公司是非常便宜的。我最近看到一个有趣的统计显示，金融股的市净率比公共事业部门的市净率低20%，尽管两者有着相同的净资产收益率。另外，我认为目前的金融行业的盈利是受到不利因素影响的，因为传统的住房抵押贷款的损失和法律费用增加，金融行业的盈利受到压制。投资者担心的一件事情是，监管新规定将使得金融行业更像电力公用事业。在我看来，市场已经对此风险估计过高。很多投资者的另一个恐惧是，由于经济增长缓慢，贷款需求将很少，金融行业将很难出现增长。我认为该行业强劲增长并非完全没有可能。另外，如果经济仅温和增长，金融股会将其手中的现金用于支付红利或回购股票，这有利于其股价上涨。

问：当市场整体被高估的时候，您如何调整自己的投资方法以防范风险，从而保护您的投资组合？

答：当所有资产被高估时，我有两种方式来保护自身资产。首先，我会对可比公司被完全收购时的交易价格持怀疑态度。十多年前，当我们看到很多互联网公司的收购价格时，会得出结论，当时许多互联网上市公司的股价非常便宜。实际上，如果一个公司知道自己的股票被严重高估，会发行股票购买另一个不太被高估的公司。如果公司不是使用现金直接进行收购，交易数据就是有水分的。

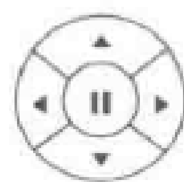
我做的第二件事是要始终使用多个模型，来支持我的估值结果。例如，这其中一个模型是股息折现模型，如果去私人收购交易的价格相对于股利贴现模型显得太贵，我不会使用这些交易价格来对可比上市公司进行估值。此外，为了防止我的股息贴现模型估值过高，我对无风险利率有一个最低要求。最近，我认为债券市场被高估，那我不会使用现在的债券市场基本利率作为无风险利率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

问：根据您多年来的投资经验，最有价值的想法是怎么发掘出来的呢？

答：最大的价值机会来自于其他投资者没有注意到的领域，或者由于大部分投资者只关注短期负面因素而忽视长期前景的时候，这时股价就会以价值的大幅折扣比例出售。热门股票或行业总是在不断变化，但最好的机会总是在被别人忽视的地方，或担忧的领域的规律，则几乎是一直不变。那些由于忽视或者担忧而有着便宜价格的股票，该公司的管理层最好同时像个主人翁一样管理公司。买入这样的公司，并准备持有股票平均 5 年的时间，股票价格最终会反映出该公司的价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



30 逆向投资“逆”在何处

作为一个投资者，你需要开发的最重要的技能就是求异思维的能力。例如：在新低点买入股票、买别人不喜欢的股票等。逆向操作往往是长线投资者成功的要诀，正如冰球球王韦恩·格雷茨基曾经说过：“我追逐的目标总是冰球将要达到的终点，而非它划过的痕迹。”

但是，要成为一名真正的逆向投资者很难，因为你不知道自己是否是正确的，以及如何才能证实自己是正确的。

格雷厄姆曾说：“大家不赞同你并不能说明你就是错的，你的数据和推理才能说明你是否正确。”

你需要掌握100%的信息吗

杰夫·甘农是一个特别并且非常独立的思想家。他称，与市场上多数投资者相比，他并不在信息方面更有优势。例如，和其他数据分析员一样，他使用相同的资料进行分析。所有的历史数据是已知的，每个人都能查到上一年的盈利、销售、利润状况等。下一年的数字是未知的，但很多聪明的投资者都能对其进行很好的估计，预测下一年的数据会是什么样子。

杰夫承认，除了想当然之外，就2014年的数据信息，他有信息优势，但当要解释一只股票为什么是便宜的、什么时候卖、怎么持仓以及其他非常重要的战略和战术方面的投资时，他也不会觉得这些信息能够增加多少

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值。

一些投资者坚持要获得100%的信息，并对即将要投资的企业进行深入研究：对行业和企业竞争情况进行研究，与公司员工、行业专家以及分析人士沟通交流，并了解公司管理层，对公司过往的财务数据进行研究。赛思·卡拉曼指出，如此勤奋的研究值得赞赏，但这种做法仍然有两个不足：投资者不管如何努力，总会有一些信息被漏掉，想要掌握100%的信息是不现实的，因此，投资者必须学会适应信息的不充分；即使投资者能够知晓100%的信息，这对投资也不一定完全有益。

卡拉曼认为，“信息通常遵循80/20原则：最初80%的信息可以在最初所花的20%时间内获得。信息时刻都在变化，试图收集所有信息只会降低投资者的回报，投资者需要将大量已获得的信息归类，以便于随时调用。”对于价值投资研究来说，研究的过程本身并不会产生利润，利润后来才会实现，投资者只需要在研究中找到低估值的投资机会，最终由市场来实现价值。

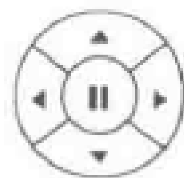
最重要的不是信息，关键是你怎么想

没有了信息优势，组合管理或其他战略方面的投资也就无法增值，那又如何去实现卓越的回报呢？

杰夫认为，市场上一部分投资者能够取得很高的回报，是因为他们的思维方式与大多数市场参与者完全不同。这部分投资者会考虑4年以后的状况，而大多数市场参与者只考虑到一年后的状况。除了优越的投资组合管理策略，乔尔·格林布拉特就把这个作为他能够实现连续20年产生40%的回报率的主要原因之一。

所以，延长时间跨度能够使投资更有优势。不必纠结于当前的新闻在未来的一年或两年如何影响该公司的发展，而要去想象4年后公司会是什么样。巴菲特考虑得更远一些：在他买任何股票之前，他会闭上眼睛，想象该公司在10年后的发展状况。包括专业人士在内的一般投资者不会考虑得这么长远。只有很少一部分投资者这样做，从长远来看，只有这些少数投资者最终能够击败市场中的大多数参与者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



逆向思维有什么标准吗

改变研究的时间跨度是一个的重要的方式，再就是关注那些大家都不关心的标的。例如，可口可乐就是一个很好的研究案例，你可以从中学到许多。当巴菲特和芒格付出15倍的市盈率购买这只只有知名品牌名称，而几乎没有任何有形资产保护的大盘股时，整个价值投资界都感到震惊。但是，在20世纪80年代后期，对可口可乐公司的投资，开始显现这种求异思维的魅力。

这并不说明，对于任何一个优秀的企业就要进行高倍数投资。从巴菲特和芒格投资可口可乐公司的事例中，我们可以学习一下他们的思维方式。

巴菲特和芒格没有去想当前的盈利，或是下一年的盈利。他们考虑的是以下几项：（1）品牌替换价值（要高于市场价值的5倍）；（2）在2000年、2025年、2050年的糖浆发货量（要注意这个分析是在20世纪80年代后期做出的）；（3）每日人均瓶装饮料消费量；（4）单品价格是8盎司。没有倍数，没有利润，没有下一年的全年预测，这些并不是非常典型的指标。

但正如帕波莱在他的书中说："华尔街的分析师们满脑子想的都是未来几个季度公司的发展状况，而不是去想象公司下半个世纪的状况。芒格和巴菲特在1988年并没有把可口可乐定格在华尔街分析师的标准里。关于可口可乐更多的故事可以读查理·芒格的文章——《如何将200万美元变成20亿美元》。"

概括起来讲，投资最重要的是要有独特的想法。就像一个企业老板那样去思考，很简单实用，但很独特。

价值投资和逆向思维

其实，价值投资的本质就是逆向投资。卡拉曼指出，不受欢迎的股票可能被低估，但深受欢迎的股票几乎永远不会被低估。价值不太可能出现在正被人群哄抢的股票当中，"当遭到抛售、无人察觉或者被人忽视的时候，价值就会出现。"

不过，要成为逆向投资者很难，因为要同人群对着干，逆向投资者在一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

开始的时候，几乎都是错的，而且还有可能在相当长一段时间内蒙受账面亏损。而跟着人群一起操作的那些人几乎总在开始的一段时期内是正确的。因为市场趋势能够让价格脱离价值持续很长一段时间。所以，同其他人相比，逆向投资者的出错率甚至更高，且错误维持的时间可能更长。这时，逆向思维并不能给投资者带来帮助。

但是，当主流意见甚嚣尘上，对投资结果或者概率形成裹挟之势的时候，逆向投资者的时机就来了。例如，当人们在 20 世纪 90 年代初蜂拥买入家庭医疗保健股时，股价被大大推高，而当时的多数人并没有意识到回报已经降低而风险已经升高了。价值投资大师约翰·聂夫曾这么描述价值投资的本质："价值投资就是买入后承受阵痛"。由此可见，那种认为价值投资就是买入后等待成功收获的想法是何等幼稚。

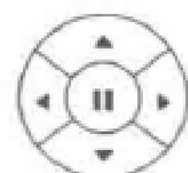
逆着主流大众的思维有时候会让投资者陷入非常尴尬的困境。但查理·芒格指出，逆向思维总是有益的，但你成功的关键，并不是你逆着大众思考，也不在于其他人是否赞同你的观点，而在于你的推理是否正确，推理所依据的事实是否真实。

从某种程度上来说，美国亿万富翁威尔伯·罗斯（Wilbur Ross）的创富方式很不符合潮流：接管钢铁厂、纺织厂等其他人不愿意要的东西。但他却有"破产重组之王"之称，在过去的十几年中，罗斯一头扎进工业腹地，重组钢铁、纺织等行业的破产企业，收获了巨额财富。他豪赌奄奄一息、濒于破产边缘的中西部钢厂、南部纺织厂和阿巴拉契亚煤矿，最终成就了帝国霸业。现在罗斯的资金控制着 12 亿吨的煤炭储量。"我真的认为威尔伯·罗斯等人代表着美国制造业的未来。"拥有数千名制衣工人的工会组织 UNITE HERE 负责人布鲁斯·雷诺说。

威尔伯·罗斯喜欢谈资产负债表，鄙弃"秃鹫投资者"这样的称谓。"我们就是一只凤凰，从灰烬中重建自身，浴火重生。"

来看看罗斯是如何逆向投资的：2000 年，罗斯筹集了 4.4 亿美元创办投资机构"WL Ross & Co"。随后，美国第二大钢铁企业伯利恒钢铁公司、纺织业巨头伯林顿工业公司、矿产商"地平线天然资源公司"相继申请破产保护。罗斯精准出手。2005 年，他把持有的钢铁股份高价出售，两年间获利 2.6 亿美元。在亚洲金融危机最严重时，罗斯大举投资韩国和日本债券，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



随后国际货币基金组织宣布对韩国投入数十亿美元的经济援助，罗斯所获颇丰。

罗斯喜欢进入那些陷入困境的行业，“濒于破产边缘，公司管理层已经心力交瘁，他们需要帮助。这时，如果你有好的方案，他们会对重组感到兴奋。”

卡尔·伊坎是这么评价罗斯的：“他有着能从其他投资家们所忽视的地方看到机遇的能力。”但是，鲜有人关注的是，罗斯的逆向操作正是建立在大量的调研和数据分析基础之上的，没有这些，逆向投资将无处依存。

罗斯曾表示，“在投资一个产业前，避免犯错，我们会花很大精力做研究——至少提前一年开始研究，然后决定投资哪个公司。直觉必须要和研究相结合。”在此基础之上，当行业遭遇危机时，购买的最佳时机就来了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

31 围猎成长股

迈克尔·艾弗里和瑞恩·考德威尔（Ryan Caldwell）是常春藤资产策略基金（Ivy Asset Strategy fund）的投资组合联席经理人，这只目前掌管着356亿美元的基金运营得很好。从长期来看，业绩更加突出，该基金10年的年均回报率为11.84%，优于同业晨星公司（Morningstar）0.96个百分点。两人同时还运营着美国历史最悠久的共同基金集团之一——Waddell & Reed Asset Strategy fund的37亿美元资产，其投资组合和业绩完全是常春藤资产策略基金的翻版。

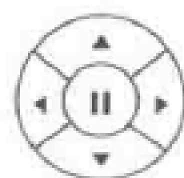
现已60岁高龄的迈克尔·艾弗里，自1997年起就为Waddell & Reed总公司配置资产策略。现年38岁的瑞恩·考德威尔自2005年开始担任助理投资组合经理，与艾弗里一起共同管理约为440亿美元资产。《巴伦周刊》记者2014年4月份对他们进行了电话采访，以下是采访内容。

《巴伦周刊》：您怎么看目前的经济状况?

艾弗里：对我们来说，关键的是美联储在QE逐步退出后的动作，或这其中隐含着什么信号——不光是市场方面；更重要的是，银行利率方面有什么反应。到目前为止，美联储推行非常规货币政策已经5年了，市场已受益零利率很长时间了。

市场最近处于历史高位。排除天气的影响，假如美国的经济确实开始表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



现出上涨的势头，我们就会担心利率将面临上行压力。投资者会不断地调整去适应更高的利率，这样，贴现率上升的速度就会超过企业的总收益增速。我们还担心其他国家央行的处境以及它们所采取的措施，包括欧洲、日本和中国。对我们来说，首先要关注的就是央行的动作。

考德威尔：从宏观层面看，经济总体来说是好的。然而，关键的是全球估值问题，以及如何调整相应的投资组合。市盈率日趋正常化，固定收益类投资相对昂贵，大宗商品面临着供需相对过剩。

《巴伦周刊》：怎样才能找到好的价值投资标的？

考德威尔：一般来说，价值标的是有限的。我们的投资组合更偏向成长型的，我们也正在寻找至少能带来3-5年复合增长的主题、行业、国家、股票以及个别固定收益投资品种等。

最让我们担心的问题是：管理层如何处理ROE。他们给我们分红还是采取股票回购的形式？在目前的窘境中，他们会像5年前市场所期待的那样扩张吗？所以，我们重点搜寻的公司需具有高的ROE，通过增长或维持较高的利润率能够可持续发展，公司管理层希望通过回购或者分红给我们以回报。股票市盈率逐渐修复回归正常，固定收益类产品的价格也已经翻倍，不具有投资价值。但是，这并不意味着市场将要下跌20%，2013年底，一些价值投资者曾如此估计。他们认为，“哦，我的上帝，市场是高估了！”但市场看起来好像处在又一个增长周期的起点。

《巴伦周刊》：目前，股票的估值水平如何？债券呢？

考德威尔：股票估值正处于中等位置。但是，作为一个资产类别，债券看起来估值过高。

《巴伦周刊》：常春藤基金最大部分的资金投向了非必需消费品公司。这是否符合您的成长型公司的标准？

考德威尔：是的。很显然，非必需消费品公司是在我们投资组合之外的。港股公司，再具体一些就是，澳门的大公司的增速超过世界其他任何地方，通常在30%左右。而且，还有股息派发，这证实了管理层在做正确的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事，而不是破坏公司的价值。这些公司包括金沙中国（01928.HK）和银河娱乐（00027.HK），具有极高的派息率和极其强劲的增长速度。这些世界上非常独特的组合，有着30%－40%的年度盈利增长（其中未计利息、税项、折旧及摊销），派息率在80%以上。

《巴伦周刊》：对中国的投资约占您的资产配置15%。除此之外，您鲜有其他的新兴市场投资，为什么？

考德威尔：由于商品市场的繁荣，在过去5年里，大多数国家及新兴市场占主导地位领域的表现就像成长型的公司。实际上，新兴市场国家的增长并没有想象中的那么快，这些市场中的很多行业都存在着严重的产能过剩问题。

《巴伦周刊》：他们与发达市场的公司相比有什么区别？

考德威尔：在美国、欧洲和日本，管理层谈到投资都吓得要死。但如何处理投资回报，他们会本着对股东负责的态度。而一些新兴市场的公司则更看重管理层的意志，他们甚至认为自己会一直保持高个位数或两位数的增长。

《巴伦周刊》：你如何评估金融危机以来央行行长以及政治家们的工作表现呢？

艾弗里：政策制定者和央行行长们已经进入了后危机时代了，现在已经不是供应问题，而是需求问题。看看他们应对问题的策略——如果可以让信贷更便宜或者更容易获得，或许能刺激消费，接着供应过剩的问题就解决了。但问题是，消费很有可能还处在增加的收益与更多购买还不匹配的位置。

在发达市场，特别是美国，政治家在调整经济结构方面扮演着举足轻重的角色。他们着眼于能增加就业的行业——无论是大企业家还是小企业，重点放到他们的需求上：合理调控、适度税收和稳定货币。假如没有这些，那经济就不可能有快速的恢复，或许你只能寄希望于未来。央行行长们只是在为政治家争取时间。但对于那些期待市场有好事情发生的投资者，我们深表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



怀疑。

《巴伦周刊》：信贷市场方面会有什么机会？

考德威尔：最近两三年，因为利差继续收紧，信贷市场已经越来越没有吸引力了。相反地，发达市场的公司一般都有大量的现金和高 ROE。当低级的信贷与股票之间平衡时，即使是在当前的估值环境下，我们仍然更倾向于股市。

《巴伦周刊》：信贷市场就没有您喜欢的方面吗？

考德威尔：相对来说，我们更倾向于流动性不足的信贷。因为，在私下交易时，尽管没多少，似乎还有一些非流动性溢价收益。但 2013 年连这个收益也萎缩了。

《巴伦周刊》：在过去一年中，您在资产配置重心方面做了哪些调整？

考德威尔：在 2011–2012 年间，我们持有将近 50 只股票。在 2013 年上升到约 90 只，但我们已经开始缩减，最近到 80 只左右，将来会更低一些。在股票估值已修复时我们就开始缩减了。2012 年底和 2013 年大部分时间，被动投资股票就好。如果你希望受益于整体股市的强劲表现，公司的基本面并不那么重要。鉴于发达国家股市在全球市场的影响，我们的讨论也就有了价值。

《巴伦周刊》：对您的客户还有什么想说的吗？

考德威尔：自下而上选股至关重要。还有一点我们想转达给客户的是，降低收益预期。现在股票市盈率已经趋于正常化，展望未来，选股以及个股收益变得更加困难。我们建议，不要期待着你的投资组合会有 20% 或 30% 的收益。这很困难。一切要以资金安全为前提。与从固定收益、股票或大宗商品中获取适当的收益相比，构建投资组合还有很多的事情要做。

《巴伦周刊》：您的重仓股包括银河娱乐集团（Galaxy）、永利度假村（WYNN）和哥伦比亚广播公司（CBS）。它们有什么共同点？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

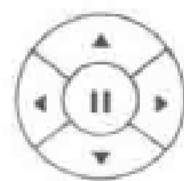
考德威尔：这些公司都具有较高的自由现金流收益率，他们正在以现金回馈股东，收益增长速度远远超过其资金成本。如果你从头至尾看一下我们的投资组合，最大持仓股到最小持仓股，不分国家和行业，都有这个特点。

《巴伦周刊》：作为投资组合经理，您还有哪些思考?

考德威尔：有一个难题。一方面，经济好像还处在周期的早期阶段，还没有发生爆发式的增长。但是，市场好像更多是处在周期的中晚期阶段。从过去的4-6周来看，这两者似乎很难协调。这个弄清楚还需要一段时间，因为经济还需要挣扎一段时间才能快速增长。但是，公司具有超高的利润率和ROE，这往往是周期后期的现象。因此，市场难以抉择：适应周期，看内在价值，还是更看重成长性?

考德威尔：市场通常会进行矫正。因此，中晚期定位对我们来说是正确的。你看，这些市场可能永远不会给你真正想要的东西，即实现经济的全面增长，这是因为我们还在对付全球范围的产能过剩的问题。市场只是在正常的周期中运行，而经济可能只是不适应人们希望它符合的这种模式。不过，我们对股票的估值非常敏感。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



32 掘金小盘股

杰夫·卡登（Jeff Cardon）是瓦萨奇公司（Wasatch Advisors）的CEO。1986年以来，他一直担任瓦萨奇小盘股成长基金（Wasatch Small Cap Growth Fund）的投资组合经理负责人。自2000年起，泰勒（JB Taylor）先生一直担任瓦萨奇核心成长基金（Wasatch Core Growth Fund）的投资组合经理负责人，2013年初，泰勒成为瓦萨奇小市值成长基金的基金经理。

至2012年底，管理的总资产达134亿美元。旗下一系列开放式共同基金总资产管理规模超过90亿美元，2000年科技股泡沫时期，标普500指数下降了约10%，而瓦萨奇旗下的很多基金的增幅超过了20%。

2014年5月份，这两位知名的基金经理对小盘股投资发表了观点，以下是部分内容。

小盘股的特别之处

泰勒称，十多年来，小盘股一直有着丰厚的回报。从1999年12月以来的月报看，罗素2000指数（小型股指数）的回报超过了标准普尔500指数70%以上。小盘股总体回报都要好些，特别是在2009年市场底部。

从长远看，小公司的盈利增长普遍比大公司的盈利速度快。持有小盘股的根本原因是，小市值公司的增长速度相当快。

杰夫·卡登则强调，自2012年6月以来，量化宽松政策对股市产生了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持续影响。自那以后，主要受低质量的股票带动，罗素2000指数上升超过了50%，这是极不正常的。通常情况下，在市场底部中，低质量的股票往往表现更好，但在复苏的几年里却不这样。“低质量的股票正好是在市场的底部时表现较好，但表现最好的还是我们所关注的品质好的成长型公司。最近，我们又看到了低质量股票的狂欢，虽然经过了约一个月的市场修正，投机性股票仍是市场的主导”，杰夫·卡登说。

泰勒的看法是，市场情绪重新向具有风险性的低质量股票或周期性股票倾斜。此外，软件股和生物科技股的估值已经高得离谱。泰勒说：“总体而言，小市值公司的基本面并不能真正支撑我们在市场中看到的现象。”2013年，罗素2000指数的公司平均盈利增长约8%，销售额增长约5.5%，相较2012年有减速的迹象。从整体上来看，小盘股还没有出现盈利增长的拐点。因此，近期的市场狂欢的确让人匪夷所思。

不过，小盘股投资者要做的是从几千个公司中寻找投资思路，挑出50-75家公司添加到投资组合中。泰勒认为，几乎在所有类型的市场环境中都可以找到让人感兴趣并能够赚钱的股票。

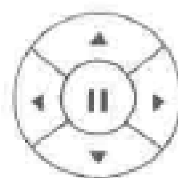
他们两人都专注于长期高速增长的潜力型公司。最新季报显示，其投资组合中的公司盈利同比增长15%，收入同比增长15%。而一般的小市值公司盈利增长近8%，并且增速放缓。如果能一直捕捉到高成长型小盘股，收益应该非常不错。

杰夫·卡登认同泰勒所说的，他们的目标公司是盈利增长超过15%的公司。“随着时间的推移，如果我们所持有的公司盈利增长每五年左右能翻一番，那么，这种复合增长率将会为我们的投资组合提供丰厚的回报。”

为了验证这一点，他们统计了罗素2000指数中所有公司在2007年的总销售及净收益，这些都是在全球金融危机爆发前的数字。在此后的6年间，这些公司收入增长为18%，净利润增长为15%。这是累积数字，不是年均数字。相比之下，自2007年以来，瓦萨奇小盘股成长基金所投资的公司收入同期增长100%，净利润同期增长150%。

尽管资金流向低质量公司的股票，在宽松的货币政策和低利率的环境下，经济表面向好，但基本面并没有根本好转。因此，小盘股市场的整体盈利增长还不是太好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



不过泰勒认为，在以动量投资为主导的环境中，基本面的估值分歧并不奇怪。他说："我们仍然关注公司质量的增长，相信未来会有长期的回报。"

在高估值中寻找伟大的公司

泰勒认为，一般来说，小盘股市场比较贵。罗素 2000 指数中的公司，相当一部分的市销率超过了 10 倍，这样的估值太高了。但在目前的市场上，这样的公司的数量比过去 13 年任何时候都要多。而市销率低于 1 倍的公司数量也创下了 13 年来的低点，这意味着市场上便宜的公司更少了。

所以，"市场越来越贵，我们必须接受这一点，而且我们还要在相当长的时间内都处于这个市场当中。"现在的问题是，昂贵的市场会带来什么样的影响？未来数年后，中小盘股很可能不会带来巨额回报。但是，泰勒认为，"我们持有的小盘股公司，其盈利和增长率与整体的小盘股市场有很大的不同。"

杰夫·卡登也表示，最关心的是估值，其次是公司的质量，他们总是力图发现很多有吸引力的商业模式和高增长的公司。杰夫·卡登说："如果没有估值的约束，我们的投资环境将会非常舒适，因为在美国有非常多的高品质、创新型企业。美国的创新和企业家精神是我们的经济能够长期运行成功的秘诀。我们花费更多的时间和精力搜寻这些创新型人才，并和他们一起在公司的办公室里探讨企业的发展战略，因此，我们能够以独特的视角观察他们。和 1980 年我刚从业的时候相比，现在有更多的好公司，它们的竞争力更强，这也加速了市场的变化，这些公司肯定会对同行构成巨大的威胁。"

在互联网泡沫时期，很多钱被投入到还没有任何产品或者没有销售额及盈利的公司。现在这类公司大部分都已不存在了。NetSuite 公司为签约客户提供云端企业资源规划服务，客户按月支付费用。与互联网泡沫时期的公司相比，NetSuite 公司有自己的产品，商业模式极具吸引力，这样公司就有了源源不断的收入。

与互联网泡沫时期相比，目前大多数互联网公司的商业模式已完全不同。尽管这些公司已相当昂贵，但当前的估值并不代表泡沫的存在。一个典型的泡沫是由过度投机以及不健全的商业模式造成的，而目前，这两种情况都没有出现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，泰勒说："对于中小盘股的高估值，我们并不惊慌。好公司总能够在市场中脱颖而出。但问题是一些公司可能需要几年时间的成长才能达到它们的估值。不过它们仍然是伟大的公司，能够在未来产生巨大的利润。但在某些时候，投资者可能更愿意购买盈利能力较低以及市盈率也相对较低的公司股票。所以，在这个过程中总有可能会出现一些波动。但这并不意味着股市即将崩盘。在互联网泡沫狂热期，不少股票随时要崩盘是因为其内在的商业模式并不创造价值。"

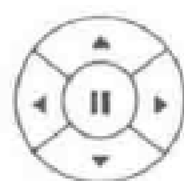
新兴市场的机会

虽然杰夫·卡登对美国和美国小盘股很乐观，但他认为，新兴市场股票的估值更有吸引力。当然，新兴市场有货币、政治、监管及其他风险因素。一旦风向转变，新兴市场更容易受到伤害。不过，风向转变的同时也创造了机会。例如，在印度，长期的经济增长率为6%–7%，而美国则是2%–3%，较高的增速对于印度来说是重大利好，该国正在崛起的中产阶级将带来巨大的人口红利。

泰勒也注意到在过去的5年中，资金大量流入了新兴市场。这些经济体的增长率一直较高，其增长并不完全依赖于发达国家。新兴市场的消费者对当地的商品和服务的需求也大大增加。最近，这些市场受到更多来自货币问题以及政治不稳定因素的冲击。"这些问题造成了短期的波动，但我认为新兴市场未来增长的驱动因素仍然完好无损。"

杰夫·卡登则建议，对于有着10年以上预期的长期投资者来说，新兴市场的配置应该是一个投资组合的重要部分。"虽然投资者可能会受到周期性的干扰而感到紧张，如目前的乌克兰危机，但我认为，新兴市场是你可以找到优质成长型公司并能够以合理价格出售股票的最佳场所之一。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



33 哈佛基金的另类投资

哈佛大学捐赠基金被认为是世界上表现最好的资产管理公司。简·曼迪罗（Jane Mendillo）是哈佛管理公司的总裁兼CEO，监管着327亿美元的哈佛捐赠基金，是美国最大的大学捐赠基金。哈佛捐赠基金三十多年来净复合回报率为12%，它顺利渡过大萧条时期、互联网泡沫、亚洲金融危机以及其他不可预见的金融事件。

在2014年6月份的一次访谈中，曼迪罗说："由于哈佛大学对于资金流动性和投资回报的需求，我们的投资组合中的55%被分配到另类投资上，这是我们能做的最大的分配。"她对此也进行了详细的解释。

危机后的投资策略

波士顿证券分析师协会（BSAS）在2014年举行了主题为"2014年投资者面临的机遇和挑战"的会议，曼迪罗介绍了她在哈佛捐赠基金从低点恢复时所采取的措施，以及她的想法如何演变成超额回报。比如，私募股权投资会弥补捐赠基金缺乏流动性的不利因素，在房地产投资方面采用更为直接和更具有控制性方法的好处，内外结合投资管理的优势，另类投资的机会，以及对冲基金风险的认识等。

自1974年以来，哈佛管理公司的唯一使命就是通过长期的投资和提升大学财务资源来支持哈佛大学的发展。哈佛捐赠基金的基本框架是投资组合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

策略，这个理念已被贯彻多年。长期来看，基于该理念的资产类别分配可以获得最大限度的回报并将风险最小化。该投资组合策略不同于传统的股票/债券投资组合，它包括一些不太传统的资产和流动性较差的另类资产，如私募股权、房地产、绝对收益对冲基金策略和自然资源。哈佛捐赠基金采用混合管理模式，即内部投资专业人士和第三方管理相结合。

曼迪罗谈到了私募股权投资的风险因素、资产配置模式和非流动性风险溢价。“假如我们的资金锁定 7 年、8 年、10 年，它应该有高于市场平均水平的显著回报。在金融危机之后我们已经变得更精确、更自律、更脚踏实地。”

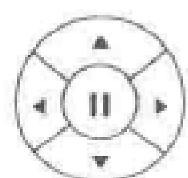
曼迪罗说：“今天太多人做私募股权投资了，私募股权基金经理们还有 1 万亿美元的募集资金体量尚未投入。”她的结论是，不能指望私募股权投资在非流动性溢价方面比先前更好。哈佛管理公司目前把重点放在市场供需的动力和投资机会上。“有这么大的资金流，私募股权投资领域只投入组合中的 15%，并说这就可以了是愚蠢的。”

曼迪罗说，哈佛从捐赠基金的花费到经营预算，都有一个巨大的资金需求，因此，哈佛捐赠基金必须增长。投资组合经理需要清楚地认识到，并进行更多的引领思潮的风险管理。如何看待流动性与非流动性结构方面，他们需要创新。金融危机期间管理非流动性风险严重不足，所以，钟摆开始转向更具流动性的另类资产。

曼迪罗还提及了另类投资在传统资产类别中和风险收益相关的关系，及其与更具风险导向的投资方法之间的对比。由于流入另类投资领域的资金有所增加，曼迪罗已经改变了哈佛管理公司之前的投资策略，选择在投资周期中把握机会。以前，哈佛管理公司与外部第三方的房地产投资管理经理合作的经验是，“大多数和我们签约的房地产基金经理倾向于做上升的周期，所以，投资组合中的估值肯定是非常有吸引力的，但这些基金经理们在周期快结束时还没出来，结果又跌到了原位。”这大大降低了投资回报。

针对这令人沮丧的经历，在过去四年中哈佛管理公司改变策略，在房地产领域进行积极灵活的投资，以确保投资组合能捕捉到房地产投资上升和下降的周期。“这些投资是通过合资和直接交易的方式，这样，我们就可以控制进入时机，也可以控制退出时机。并且它不是‘把你的钱放入基金，10

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



年后再拿回来’的策略。房地产是非常细分的市场。我们选择回报率较高的行业或领域，在比较有优势的价位进入，被重新定价后出来。”曼迪罗说。

曼迪罗说，哈佛管理公司更倾向于内部投资经理，而不是外包给外部的基金经理。她说：“这是低成本高效益的管钱方式，有很大的灵活性、很高的透明度和更好的风险控制。”哈佛管理公司的固定收益投资组合是由内部管理，其大部分公众权益资产由外部的基金经理管理。最大的外部股权管理者之前是内部团队，后来脱离出来并成为一个外部公司。

抢眼的另类投资

全球金融服务机构罗素投资（Russell Investments）调查发现，国际机构投资者几乎会将投资组合资产中的1/4配置为另类投资。

在金融危机中经历了大幅下挫后，哈佛捐赠基金的投资一直寻求广泛多元化，截至2014年，他们把11%的保守份额投向美股，他们还有55%的另类投资，包括私募股权投资、对冲基金、房地产和自然资源。

为什么哈佛捐赠基金的另类投资组合配置这么高呢?

这些另类资产的风险、收益和流动性不同于传统的股票资产和固定收益类投资。另类投资有三个非常重要的特性：它们通常与金融市场的相关性较低，在危机时期能提供真实的多元化利益；它们能让投资者获得非公开市场的资产类别；流动性相对不足，但收益出众。

学术界认为，更高比例的另类资产配置意味着回报更为分散，睿智的基金经理往往能够打败竞争对手，获得高收益。和股票以及固定收益类投资相比，另类资产配置较高的基金经理人往往能够获得高收益，且比较稳定。由于回报的分散和持久特性，配置另类资产的基金经理人的抉择往往成为投资成功的重要因素。

在过去的四年里，哈佛基金的回报，可以说是曼迪罗投资业绩的完美表现，每年10.6%以上的增速，比设定的基准目标高了1.4个百分点。

木材帝国

在20世纪90年代，哈佛管理公司内部团队就开始对木材进行投资，因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为很少外部基金经理投资自然资源。

巴西木业有限公司（Brasil Timber Limited）、Empresas Verdes Argentina公司和Scolopax公司这些在“全球化和农业”课上才能听到的公司名称，实际上都是哈佛大学全资拥有的人工用材林。

哈佛捐赠基金在2009年投资经历了大幅下挫之后，一直寻求“多元化”的投资策略。近年来，哈佛管理公司在发展中国家购买和管理着很多人工用材林基地。虽然这些种植园有着不同的名字，聘用当地的管理人员并遵照当地的商业惯例等，但很多模式其实是相同的。每个用材林都需要大面积的土地，原有植被都被清理掉，换成速生林，如桉树或松树等单一品种。这些树被循环种植并砍伐，最后被用来造纸或加工成木材制品。

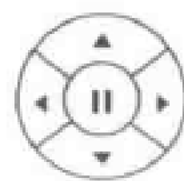
在几位投资经理，尤其是董事总经理及另类资产负责人安德鲁·威尔希尔（Andrew Wiltshire）的领导下，哈佛捐赠基金扩大了自然资源的直接持股。

据《每日财富》（Wealth Daily）记者的报道，威尔希尔之前曾为新西兰森林服务公司工作，该公司最先在新西兰大规模地开发了凯恩加鲁阿林地（Kaingaroa Timberlands）。他来到哈佛捐赠基金的两年后，即2003年，在威尔希尔的精心策划下，哈佛管理公司购买了凯恩加鲁阿林地。虽然哈佛管理公司后来卖了一部分林地，但在2011年，哈佛管理公司仍然从凯恩加鲁阿林地中获得了近8700万美元的收益。

随后，威尔希尔还指导了哈佛管理公司对新西兰长空牛奶公司（the Big Sky Dairy Farm）的收购，2011年，这次收购给哈佛管理公司带来了440万美元的收益。此后，威尔希尔协助曼迪罗，致力于哈佛管理公司的“另类资产”投资，特别是木材投资。

哈佛管理公司到底投资了多少人工材林呢？彭博新闻社估计，哈佛捐赠基金的10%以上——约三十多亿美元投向“森林、农场和其他自然资源”。在哈佛管理公司持股50%及以上的公司中，有几十个都持有林地。除了新西兰，哈佛管理公司在世界各地都有大量人工材林，如巴西、罗马尼亚、阿根廷、智利、厄瓜多尔和乌拉圭等国家。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



34 大摩新模式

摩根士丹利低风险、低债务的交易策略可能成为华尔街的新模式。

在首席执行官詹姆斯·戈尔曼整洁的办公桌上放着一个塑料封皮的文件夹，里面一张普通的纸上标着“摩根士丹利策略”：我们该做些什么？怎么做？结果会怎么样？

摩根士丹利已经从一个投资银行转变成了一个金融服务公司，其业务被平均分配在散户经纪和为公司或者机构交易和管理资金两方面。现在被称为财富管理的经纪业务，为跌宕起伏的证券业务提供了一个缓冲。目前该业务所涉及的客户资产达1.9万亿美元，其中37%为收费账户。摩根士丹利的财富管理收入源源不断。

同时，摩根士丹利缩减了不稳定的固定收益交易部门，该部门曾占公司收入的30%以上，但在2007年几乎把整个公司拖垮。目前，这部分交易只占摩根士丹利收入的12%，而高盛投资公司（Goldman Sachs）这部分业务占的比重是25%。另一方面，摩根士丹利的股票交易正在稳步增长，盈利充足。

投资银行部门也正在抢夺市场份额。到目前为止，摩根士丹利在为并购提供咨询方面排名第二，仅次于高盛；2014年5月份，摩根士丹利已经策划了价值4350亿美元的交易，相当于2013年全年总交易价值的3/4。Facebook出价190亿美元收购移动通信服务软件商WhatsApp，摩根士丹利曾担

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

任顾问。

戈尔曼说："财富和资产管理为我们带来稳定的收益，银行、证券和并购业务带来增长的速度，这种平衡我甚是喜欢。当经济复苏时，速度业务收益更多。当经济处于困境时，稳定收益的支撑会凸显出来。"

转型进入回报期

挑战依然存在。固定收益交易仍然拖累回报，与交易问题相关的法律方面的花费也不可预知。但戈尔曼已成功说服华尔街和美联储，其资产负债表是健康的，交易风险也是可控的。摩根士丹利的股价已恢复到了5年前的水平。标准普尔500指数在此期间增长了一倍，而KBW银行指数也上涨90%。

摩根士丹利在2014年的市盈率预计为12.9倍，股价为32美元，与同行差不多。按价格和账面价值计量，摩根士丹利仍在从2008年金融危机中恢复缓慢的银行之列，如花旗集团（Citigroup）和美国银行（Bank of America），而不像富国银行（Wells Fargo）和摩根大通（JPMorgan Chase）那样广受欢迎。

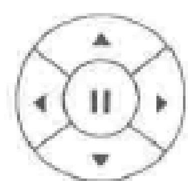
现在，摩根士丹利静心等待着变革后的收获。乐观的分析师预计未来几年摩根的盈利会增加一倍。目前该股票收益率为1.3%，如果美联储允许摩根士丹利不断提高股息，未来一年的总回报有望在25%以上。

摩根士丹利的三个部门：机构证券部，其中包括投资银行与交易，约占收入的一半。财富管理部约有16426名财务顾问和400万个客户，约占40%–50%。剩下的为资产管理部，其中包括共同基金和另类投资。

2013年，公司盈利38亿美元，每股盈利约1.66美元，收入为324亿美元。2014年，盈利预计达51亿美元，每股盈利约2.47美元，收入达342亿美元。分析师认为，到2016年每股盈利有望达到3.33美元。

不过，虽然预计盈利年均增长为35%，但2013年摩根士丹利的股本回报率（ROE）仅为5%，部分原因是公司必须遵照严格的政府法规，持有充裕的资金。分析人士说，银行须达到10%的ROE，以应对其资金成本。在第一季度，摩根士丹利的ROE上升至8.3%，但分析师怀疑2014年下半年摩根士丹利还能否做得更好。在2006年，摩根士丹利曾利用杠杆透支回报，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



ROE 达 23.5%，但新法规要求银行建立储备，这好像让之前的辉煌历史无法重演。

金融危机引发了更为戏剧性的变化。摩根士丹利在按揭贷款押下的赌注损失惨重，在 2007 年和 2008 年间，被迫减记一百多亿美元的贷款。为了加强其资本基数，摩根士丹利向日本和中国的金融企业抛售大量的股权，并从美联储争取了 1070 亿美元的贷款，这在美国所有银行中是最多的。

彼时的戈尔曼主管经纪业务，时任 CEO 的约翰·麦克（John Mack）认为财富管理会是未来公司的一个大的组成部分。2009 年 6 月，摩根士丹利与花旗集团（Citigroup）创建了合资公司，以融合旗下添惠公司（Dean Witter）和美邦银行（Smith Barney）的业务。摩根士丹利占 51% 的股权。

新模式现雏形

2010 年年初，戈尔曼接任摩根士丹利的 CEO。2013 年 1 月，在一次内部会议上，公司 250 名高层管理人员听取了一名顾问解释摩根士丹利如何才能摆脱困境。戈尔曼匆匆写下了一连串的问题："我们该做些什么？怎么做？结果会怎么样？"接下来，他突然走到讲台上，接过了顾问的麦克风。"用简单的语言让每一位员工理解我们的策略很重要，"他解释说，"要做到这一点，最好的办法就是站起来，现场讨论，而不是用想出来的文稿来表达。"随后，根据摩根士丹利的一份匿名调查，97% 的高管表示支持公司的策略。

很快，摩根士丹利的财富管理部门就开始兑现戈尔曼的承诺。2011－2013 年间，摩根士丹利的财富管理收入为 14.9 亿美元，增加了一倍以上，利润率从 10% 增长到 18%。特别是 1000 万美元以上的大额账户资金不断涌入。

早在 2008 年时，摩根士丹利就已经成为一家银行控股公司，可以吸纳有吸引力的低成本资金。到美邦银行的所有资产进来时，摩根士丹利银行将有 1400 亿美元的存款，这将使其成为美国的第 10 大商业银行。但不像其他银行，摩根士丹利从来都不会积极放贷。里昂证券指出，在第一季度，摩根士丹利的财富管理部门只借出了 18% 的资产，而美国银行和摩根大通分别为 42% 和 78%。

业绩提升了，估值自然会提高。华尔街如能像对美国瑞杰金融集团

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（Raymond James Financial）和美国著名的金融经纪商 LPL Financial 那样给摩根士丹利的财富管理部门赋予市盈率的话，后者单个部门的每股价值将达到 18–20 美元，资产管理业务可增加 4 美元/股，投资银行和交易部门的账面价值约达 15 美元/股，把所有的部分加起来，总计达 39 美元/股，比当前股价高 22%。

摩根士丹利仍然是投资银行巨头，在 2014 年首次公开发行（IPO）排行榜上，其排名紧随高盛投资公司，而上年排名第三。事实证明，摩根士丹利已从 2012 年损失惨重的 Facebook IPO 中恢复过来了，在承销业务方面其仍然走在前列；而且，企业并购热潮远未结束。

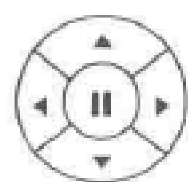
摩根士丹利重视股票交易，其风险性被认为比固定收益、货币和商品交易要低，因为从资产负债表来看，银行持有股票的周期较短。从历史上看，高盛投资公司的股票交易占据主导地位，但在过去两三个季度里摩根士丹利已经超过了高盛。

新规以及交易量的减少已经严重削弱了整个固定收益业务，分析师现在质疑它能否再成为利润的驱动。通过压缩该项业务，摩根士丹利放弃了下滑业务的部分市场份额。戈尔曼说："我们一直在大力重组固定收益部门，但该公司并没有打算把它降至零。这不是我们战略的一部分，也不是我们客户所需要的。"

摩根士丹利通过削减债务和抛售需要大量资本投资的业务，以优化其资产负债表。2014 年，股票业务占其总资本的 79%，而 2007 年为 56%。摩根士丹利 2014 年的季度股息翻了一番，达到每股 10 美分。如果美联储同意，戈尔曼希望把银行所有的盈利返还给股东。收益率有望在目前股价的基础上再上升 3% 以上。

当然，摩根士丹利的法律费用仍难以预料。因为反复的诉讼以及对抵押贷款证券的调查，公司的法律费用由 2012 年的 5.13 亿美元上升到 2013 年的 19.5 亿美元。但分析师们认为，摩根士丹利所担负的法律风险要比其竞争对手们低，比如美国银行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



35 丹尼森大学基金的成功模式

阿代尔·格瑞拉（Adele Gorrilla）是丹尼森大学捐赠基金的首席投资官。丹尼森大学创办于1831年，是美国顶尖的私立文科院校之一。据《机构投资人》杂志统计，2007-2012年，丹尼森大学捐赠基金（中型大学捐赠基金）5年年均回报率为4.1%，击败了哈佛和耶鲁捐助基金，后两者5年年均回报率分别为1.24%和1.83%。

阿代尔·格瑞拉于2008年进入丹尼森大学投资公司，负责监管丹尼森大学7.4亿美元的捐赠基金。2014年7月份，她在《指数》期刊（the Journal of Indexes，下称“JOI”）上谈到了丹尼森捐赠基金的成功之道。

JOI：丹尼森大学捐赠基金资产的增长主要来自于投资升值，还是来自于捐赠？

格瑞拉：为了保持增长，我们既依赖于新的捐助，也依赖于投资回报。从历史上看，我们已经做得非常好了，收益增长要高于支出费用，丹尼森基金一直在增长。

JOI：2007-2012年间，丹尼森基金的业绩表现非常好，击败了哈佛和耶鲁，怎么做到的？

格瑞拉：虽然有些时候，不仅仅是洞察力在起作用，运气确实起了很大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的作用，但时机也很重要。

丹尼森基金偏重于另类投资。从历史上看，丹尼森基金很早就引入了对冲基金的模式。

在顶峰时期，丹尼森基金一半左右的资产都投向了对冲基金。后来，这一比例有所下降，因为我们也增加了私募股权和不动产的配比，我们使用一些配置来调节流动性不足的问题，也可以减少部分亏损。

JOI：丹尼森基金基本上投资于大幅下跌的资产？

格瑞拉：我们做了一些。我们有一个非常强大的而且稳定的对冲基金经理团队，这有助于减轻金融危机的冲击。

JOI：那么，对冲基金在金融危机期间跑赢大市？

格瑞拉：自始至终都跑赢大盘。

JOI：对冲基金目前在您的资产配置中占多少比例呢？在您的投资组合中是否还有其他另类投资呢？

格瑞拉：40%。是的，还有私募股权投资、风险投资、成长型股权投资、不良债权投资和收购等。这部分占20%的配比。而除此之外，我们也做自然资源投资。

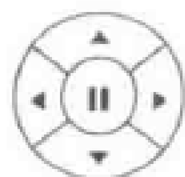
JOI：越来越多基于指数试图模仿另类投资的产品层出不穷，如旨在复制对冲基金策略的交易所买卖基金（ETFs）。您觉得这些指数能准确地获得上述高额回报吗？

格瑞拉：对冲基金有效的复制品其实很少，仅限于一些可量化的部分。在基本面或者主观的对冲基金策略方面要做得好，还是得有一位主动管理型的投资经理人。

JOI：在金融危机后，您引进了私募股权和实物资产投资。过去5年，是否有什么比较显著的变化呢？

格瑞拉：其实，在危机之前，我们就已经决定要投资私募股权和实物资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



产了。事实上，和其他的捐赠基金一样，我们也无法幸免于金融危机对私募股权投资的影响，随着股价的下跌，我们对私募股权的资产配置却大大超过了既定的目标。

我们不得不应对这一局面，我们不只是在危机后增加了低于平均流动性水平的私募股权投资，在危机中，这部分配置已经在投资组合中占据了很大的比重。结果就是，我们不得不削减预算，重新制定规划。

JOI：在过去的5-10年里，有比较稳定的投资吗？

格瑞拉：在债市投资上，我们的配置比较固定，但有很大的灵活性。这个配额目标主要是为长期设计的，可以上下调节而无需改变投资策略。

JOI：丹尼森基金在对冲基金和另类投资上的分配方案上是否与其他大学捐赠基金有所不同？

格瑞拉：比一般的大学捐赠基金配置要高一些，可能和更大规模的大学捐赠基金的配置比较接近。

JOI：为什么呢？

格瑞拉：有分类上的原因，美国大学主要使用的是美国全国高等院校财务主管协会（NACUBO）共同基金模式，你可以从五大类中进行选择。但如果只有五个选项，你就没有多余的选择。

对冲基金的界限其实有些模糊。如果一所学校聘请了一位对冲基金经理，但是，他们还是集中在股票仓位进行做空。一些学校称，它们为公众股票投资，有的学校则称它们为对冲基金。我们往往都把它们看作对冲基金，这就是为什么如果你要详细区分资产配置中每个单独的投资时，你可能会发现捐赠基金——尤其是规模相近的捐赠基金——基本都比较相似。

此外，我们对于对冲基金已有的表现非常满意，丹尼森大学捐赠基金在这方面是一个先行者，与业界表现最好的基金早已建立了长期稳定的关系。除非你能做到最好，否则就不要开始。这也是丹尼森大学捐赠基金成功的一个很重要的因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

JOI：丹尼森大学捐赠基金在传统的股票及固定收益方面的投资配比是多少呢？

格瑞拉：25% 是我们的政策目标。

JOI：对此，您会以主动管理型的基金经理为主吗？

格瑞拉：不，我们两者兼顾。我们确实使用了指数产品。我们主要使用期货来获取廉价的贝塔系数，我们更喜欢使用被动式策略来买入大盘股。在某些情况下，我们也将用它来作为一种投资参考，帮助基金经理之间的转换，以使我们保持平衡。

JOI：您是在使用股指期货来接触整个资产类别？您以什么样的指数标准买入期货？流动性是否是您最主要的考虑因素？

格瑞拉：是的。我们所做的是最基本的形式，流动性好，交易成本非常低。我会考虑到交易成本的费用。如果你决定聘请基金经理人来代替指数化管理，而"不再需要某些持仓"，你只需要卖一些仓位即可，期货持仓量易于管理和改变，我们没必要炒掉某人。

JOI：管理期货的经理一般都是内部聘用还是外部合作的呢？能否给您所覆盖的股票及固定收益投资组合做一个粗略的分类？

格瑞拉：我们可以在内部聘用期货经理，但我们在买卖时会用到外部合作服务。在股票投资方面，最近我们一直在努力采取更加国际化的视野。因此，我们的基准是摩根士丹利全球指数（MSCI ACWI），然后，我们将它分解为美国市场、非美国市场以及新兴市场。

我们把资本化作为一种手段，以决定使用指数和雇佣主动管理型基金经理的做法哪个更为明智。因此，对于大盘股、更具流动性的资产来说，使用指数化持仓更容易。而如果遇到美国微型股，我们就要聘请一个主动管理型的投资经理了。

JOI：您的固定收益类投资策略在目前的低利率环境下是否发生了变化？目前在做哪类的固定收益类投资？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



格瑞拉：是的。几年前，我们大大缩短了固定收益类投资的持有期限，这可能是太早了。不过，风险主要来自于美国，而我们有内在的灵活性，基于巴克莱综合指数（Barclays Aggregate），我们增加了不同种类的固定收益类产品以相互补充。

JOI：您觉得在固定收益类投资中，指数策略是否有效？或者说，和主动管理型的投资经理模式相比，它是否更为有效呢？

格瑞拉：我们目前不使用任何指数化产品的固定收益投资。我不知道哪一个更容易或更好。

JOI：如果在一个资产投资组合中，对冲基金占比约 40%，另外 20% 配置另类投资，传统的股票和固定收益类投资配置 25%，剩余的 15% 应当如何配置呢？

格瑞拉：其他 15% 应该配置实物资产，我们配置的是房地产和自然资源。另类投资的配置比例相当于 75%。但对于实物资产，我们并不像哈佛基金那样直接去投资房地产。我们只是聘请第三方基金经理为我们投资管理。

JOI：在目前的市场环境下，您觉得面临的挑战是什么？尤其是对于像您这样规模的大学捐赠基金来说？

格瑞拉：与基金规模的大小无关，我觉得最大的挑战是达成既定的目标回报率，我们都知道，丹尼森大学的花费开支每年大约为 5%。你的回报必须超越通胀，并且能够弥补该项花费。

要达到每年约 8%–8.5% 的回报增长是不容易的，从价值实现的角度讲已经相当棒了。这可能是我们面临的最困难的挑战。在过去的 5 年中，股市收益率奇低，目前处于历史低位。要收获 8–8.5 个百分点的收益并不容易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

36 耶鲁模式再出彩

1985 年，大卫·斯文森（David Swensen）开始担任耶鲁大学捐赠基金的首席投资官，其主导的“耶鲁模式”使他成为机构投资的教父级人物，他被认为是与巴菲特齐名的真正的伟大的投资者。

耶鲁模式再获喝彩

2014 年 9 月 24 日，耶鲁大学下设的投资基金办公室发布财报（2013 年 7 月 1 日起至 2014 年 6 月 30 日）显示，耶鲁捐赠基金规模上涨至 239 亿美元，耶鲁大学的资产增长了 20.2%，击败了其他已发布投资回报的常青藤联盟学校。

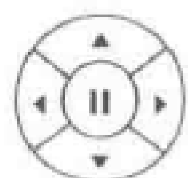
相对于学院和大学捐赠基金在过去 10 年的预计 7.6% 的平均回报率，耶鲁大学捐赠基金的投资业绩较上年同期增加了 84 亿美元。耶鲁投资基金办公室投资策略的持续成功赢得了金融专家们的一致喝彩。

耶鲁大学的校长彼得·沙洛维（Peter Salovey）高度赞扬了首席投资官大卫·斯文森（David Swensen）和他的团队，并称，2014 财年“无论如何都令人印象深刻”。

在 2008 年金融危机爆发之前，耶鲁大学捐赠基金不断飙涨，2008 财年基金规模已达 229 亿美元，但接下来的一年，耶鲁资产缩水近 1/4。

在此期间，耶鲁模式倍受争议，投资者批评其过于注重多元化，并倚重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



于另类投资和非流动性资产类别。

不过，耶鲁大学捐赠基金2014年强劲反弹，扣除支出，其投资净收益约为40亿美元。

捐赠基金2015年对耶鲁大学的计划支持额度为11亿美元，约占净收入的34%。经营预算支持额度在过去10年增加了近一倍。

美国康桥咨询公司（Cambridge Associates）初步估计，2014财年全美大学捐赠基金的平均回报率为16.2%。2014财年，哈佛捐赠基金的投资回报率为15.4%，其他所有常春藤盟校公布的数字都要高于16.2%。在过去的一年，美国麻省理工学院和达特茅斯学院的资产投资回报率都是19.2%，宾夕法尼亚大学捐赠基金的投资回报率为17.5%。

耶鲁大学捐赠基金的长期投资回报在机构投资者中始终保持前列。截至2014年6月30日，过去10年该基金平均年投资收益率为11.0%，而美国大部分股票和债券投资者的年均回报率分别约为8.4%和4.9%。

多元化的资产配置

威廉·贾维斯（William Jarvis）是共同基金研究所（Commonfund Institute）所长。他指出，耶鲁大学捐赠基金的投资回报主要源于私募股权投资和自然资源投资，这部分投资约占投资组合的40%。另外的60%分布在其他六个不同的资产类别，包括绝对收益类投资、国内股票、境外股票、固定收益类投资、油气林矿、PE、现金和房地产等。

其中，绝对回报资产、固定收益资产和现金的收益率最低，股票型资产及PE、房地产及油气林矿等非流动性资产的收益率较高，因此，耶鲁基金在控制风险的前提下，加大了非流动性资产的配置比重。贾维斯认为，正是耶鲁大学捐赠基金构建了长期投资组合，并多元化地配置资产，才使得基金的整体收益率得到提升。

“一般来说，人们都认为耶鲁模式是最好的，”管理学院的教授罗杰·艾伯森（Roger Ibbotson）说，“基本上每个人都认为这就是斯文森模式，虽然成功实施这一战略所需要的技能并不容易获得，但其他的捐赠基金和机构投资者都在试图复制耶鲁模式。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

借鉴耶鲁模式

大卫·斯文森的指导原则被广泛用于大学捐赠基金的管理中，同样也用于客户的投资组合中。

斯文森撰写了大量有关耶鲁捐赠基金构建投资组合以及聘请基金经理的方法。简而言之就是，优化资产配置、专注于长期投资收益、识别好的基金经理。

例如，投资过程中投资者面临的一个巨大挑战就是要消除情绪因素的影响，这在整个投资组合中都是至关重要的。受情绪影响的决定会损害长期收益。历史记录表明，因受情绪化事件的影响，资金快速撤离或涌入市场的做法，难以构建长期的财富增长。从另一方面来讲，短期投资在稳定储备金或提供紧急资金方面发挥重要作用，必要时还可以提供运营资金。

因此，对于普通投资者来说，将资金分为三个类别非常关键：应急资金（追求短期收益）、长期投资资金和非标准化资产。

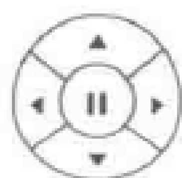
第一部分资金主要为应急需要，主要由储蓄存款、可转让定期存单、货币市场工具（指期限小于或等于 1 年的债务工具，并提供短期收益，具有很高的流动性，属固定收入证券的一部分），以及短期票据（short-term notes）等组成。这部分资金可以避开市场的波动。投资者必须清楚，无论市场如何变化，必须得保证这部分资金。

长期投资资金主要立足于长期投资收益。长期投资最受关注的就是预期市场的回报，因此，资本增长型投资组合应投资于高回报的标的。投资组合首先要考虑的是预期收益的大小。至于其他因素，如波动性是次要的，因为长期资金的增长是首要目标。这样，投资者既可以很好地满足短期需求，同时又能建立长期的财富增长。在过去几年，耶鲁等捐赠基金就是一直这样做的。

大多数投资者的一些资产并不符合应急资金和长期投资的标准，如养老金、居住的房屋或其他房产、一直钟爱的股票、贵金属以及收藏品等。对这部分资产的管理与前述两者有很大的不同。对这部分资产，人们既不为了应急，也不是为了长期投资收益，因此，应该区别对待，视情况而定。

创建三个不同的资产类别，满足投资者的特定需求，不要简单地按传统

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的股票和债券各占60%和40%的分配原则，或者随意地配置资产。投资者和投资顾问一定要按自身需求来配置资产，这样就可以减少波动性的不利影响。

除了要将资金分为三个不同类别，根据需求配置资产之外，还要寻求具体的策略。耶鲁捐赠基金就不是简单地投资于广泛的资产类别，而是寻求具体的策略。例如，耶鲁大学的私募股权投资项目被认为是最好的投资机构之一。自成立以来，私募股权投资年回报率达30.3%。耶鲁私募股权投资团队有着很高的投资信念。

耶鲁捐赠基金创建的战略型配置仓位会持有相当长的时间，为获取理想的回报，有时甚至会牺牲流动性。个人投资者和他们的投资顾问也可以按照类似的策略做出有魅力的战略型资产配置。简单的60/40分配原则不再像过去一样起作用，全面撒网式的全球投资策略也很难胜出。

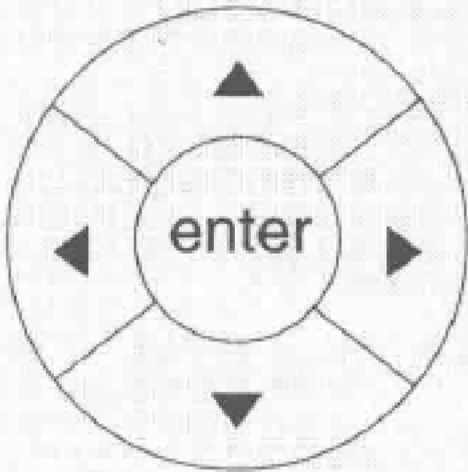
因需要大量的尽职调查和专业知识，投资顾问一般不会主动寻求私募股权投资。但他们可以在公募基金领域寻求集中投资策略。

斯文森认为，政府债券既不会有吸引人的预期收益，也不会有赚取超额收益的机会，而股票市场却能提供预期和超额收益。成功的关键是要建立资本增长投资组合，既要有高预期的投资收益，还要有潜在的超额收益，而超额收益大部分都是由一些积极主动的基金经理获得的。

斯文森擅长识别积极主动的基金管理人，他确信积极的资产管理可以让投资收益更为出众。耶鲁大学捐赠基金中增值部分的80%都是由基金管理人的积极管理策略创造的，而配置模型确定的投资策略只创造了20%的价值。耶鲁大学捐赠基金的良好表现，相当程度上归功于斯文森挑选的大批基金经理人。斯文森偏爱任何有才能、不走寻常路的基金管理人，尤其是那些能够把自己的钱大量投入到其管理的基金中的经理人。

个人投资者在选择基金经理的时候，需要看这个基金经理是否具有一如既往的投资策略和坚定的信念。完全倚靠配置模型进行被动型投资的基金经理是斯文森一直所摒弃的。

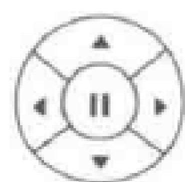
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



下篇

圆桌论战

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



37 耶伦：美国经济复苏前景乐观

2009 年 9 月 14 日，时任旧金山联储主席的珍妮特·耶伦在旧金山 CFA 协会上发表演讲，阐释了对美国经济前景的看法。

在她看来，美国经济的下滑可能已经结束，2009 年夏天很可能标志着衰退的结束，下半年经济应该扩张。但是，本次经济复苏将会是温和的，力度将大不如前，更可能是“U”型而非“V”型。

如今，耶伦虽然已贵为美联储主席，但回顾她 2009 年这次演讲中的观点，并结合美国经济的现状进行考察，仍然具有很大的现实意义。以下是其演讲内容。

最危险的时刻已经过去

美国的金融体系似乎已经渡过了难关，尽管本次衰退令人痛苦不堪，但我们成功地避开了本可能发生的“二次萧条”。最近公布的大部分数据表明，美国经济已经触底，最糟糕的风险已消除，美国经济似乎开始从低谷中复苏。但是，美国经济的复苏将会是温和的，而且，缓慢的扩张仍然容易遭受打击。

此外，金融系统的状况已经得到改善，但尚未恢复正常。金融系统中的危险仍有可能使脆弱的经济复苏脱轨，即使经济如我预期般增长，未来一段时间内其状况不可能很好。特别是未来几年失业率仍将维持高位，数百万工

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人仍需面临时艰。而且，经济疲弱、失业率高、工业产能利用率低下等因素有可能推低通胀率。而在联邦公开市场委员会（FOMC）大部分成员看来，目前的通胀率已经低于能够帮助美联储实现充分就业和物价稳定的双重任务的最优水平。因此，未来几年，货币政策制定者将继续面临艰巨的任务。

关于目前的金融和经济状况，我前面已经提到过，从2008年金融体系摇摇欲坠到现在，我们已经取得了巨大进步。很明显，世界各国政府和央行非同寻常、激进的应对政策使我们成功地转危为安，阻止了可能给经济带来灾难性危害的金融大崩溃。有些人可能会质疑紧急救援项目TARP（问题资产救助计划）、TAF（短期标售工具）、TALF（定期资产抵押证券贷款工具）的有效性。但是，我认为，这些项目阻止了灾难发生，它们维持了奄奄一息的经济，并给经济复苏留下了喘息的机会。

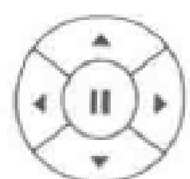
尽管最糟糕的情形已过去，但是，金融危机却给经济体带来了巨大的伤害。2007年底，美国经济陷入了衰退，除了受房地产市场不断萎缩的拖累外，一直以来，值得信赖的美国消费者在过去几年中轻松应对一次又一次冲击后，终于在本次金融危机的冲击波中一蹶不振。自经济开始下滑以来，美国的实际GDP已经下滑将近4%，失业率跃升5个百分点。除了房地产市场和消费支出下挫外，企业投资、出口和进口均大幅下滑。

目前来看，美国经济的下滑可能已经结束，2009年夏天很可能标志着衰退的结束，下半年经济应该扩张。但是，尽管过去几个月中流失的势头有所减缓，但就业岗位仍在快速流失。房地产市场似乎终于开始改善，房屋销售和新屋开工再一次开始从极低水平上复苏，房价似乎开始企稳，按照一些指标，近几个月来房价甚至出现上涨。

与此同时，制造业也开始显露复苏迹象，主要受益于汽车生产行业的反弹。更重要的是，消费者支出终于开始见底。

一个尤为喜人的迹象是库存，库存过去一直在快速萎缩，现在似乎已经接近销量，主要是因为过去企业面临销量直线下滑时被迫快速大幅削减生产，这一调整过程可能已经接近尾声，企业正准备加紧生产满足销售。事实上，我预计2009年下半年经济扩张的一个最大来源是，生产商、批发商和零售商减缓清理库存的步伐。这也是经济周期的典型规律。通常，库存投资是经济复苏的催化剂，虽然提振作用相当短暂，但却在经济启动的过程中发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



挥重要作用。

在上述所有领域中，金融状况的改善在刺激经济活动回升的过程中发挥了至关重要的作用。诚然，金融系统尚未恢复正常，信贷状况依然吃紧，但已经出现了显著的改善。

股市回暖帮很多家庭挽回了部分损失的财富，并为其注入了及时的“强心剂”。投资者的风险意愿有所增强。公司债券——特别是最优级别以下的公司债券的利率已经大幅下滑，债券发行开始活跃。美联储支持抵押贷款市场的计划帮助推低了利率，其他计划帮助启动了消费贷款和小企业贷款支持证券的发行活动。短期批发市场上，有指标显示压力也已降低。

国会于2009年2月份通过的财政刺激计划在帮助经济渡过难关的过程中也功不可没。减税政策提高了家庭可支配收入，政府的支出直接增加了就业岗位，成为很多家庭收入的另一来源。刺激经济的资金大部分尚未使用，2009年下半年有望对经济增长做出贡献。

商业周期本身也朝着更为有利的方向演变，有些经济领域开始增长仅仅是因为此前下滑过多。库存调整是其中的一个因素，尽管库存调整的大部分好处通常只能持续短短几个季度。不过，经济周期的其他规律更为持久。随着家庭和企业替换或更新设备，对房屋以及汽车、商用设备等耐用品的需求将开始复苏。

复苏路径：“U型”

对美国经济来说，最重要的问题是经济回升的强度有多大。由于失业率高达9.7%，产能利用率降至“二战”以来的最低点，经济十分疲弱，这也使我们在未来几年中拥有了巨大的快速增长空间。事实上，我们需要强劲的经济增长来缓解失业问题以及闲置产能问题。

历史经验似乎表明，美国经济很可能会开始强劲扩张。因为在历史上，严重的经济衰退发生后，美国通常会出现“V”型复苏。例如，1981-1982年，严重衰退之后的两年内，经济平均增速高达将近6%。

但是，未来经济未必会快速增长。我预计，本次经济复苏的力度将大不如前，更可能是“U”型而非“V”型。事实上，不止我一个人持有这种观点，涵盖将近五十位专业预测人士观点的“蓝筹一致预测”预计，未来一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年半中，经济复苏的力度将会是“二战”后最为疲弱的一次。

这一预测符合世界上其他因金融危机所引发衰退的经济复苏经历，可能是因为金融系统恢复元气后开始正常信贷得需要相当一段时日。在本次衰退之前，金融机构高度使用杠杆导致自身实力脆弱，而且，由于投资于短期债务支持的复杂、高风险资产，金融机构的状况更是雪上加霜。为了改善信贷质量，降低风险，银行现在收紧了业务并且提高了消费信贷标准。在银行采取这些措施的同时，失业率上升和房屋价格下跌将导致更多的信贷损失。

遗憾的是，即使经济改善、整体金融状况缓解，未来仍有可能出现大量的信贷损失。可以肯定，家庭仍会感觉压力重重。面临高企并且不断攀升的失业率，违约和房屋止赎等现象丝毫没有好转的迹象。目前，浮动利率抵押贷款的违约率升至大约 18%，固定利率贷款的违约率大约为 6%。在过去一年中，这两种贷款的违约率大幅上升，目前仍在上升。其他各主要类别贷款中也出现类似趋势，高质量借款人和低质量借款人同样受到影响。就连近期贷款的违约率也在上升。

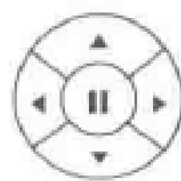
对于经济复苏而言，贷款人向信用良好的家庭和企业提供信贷至关重要，但贷款人必须维持足够的资本来消化损失，即使实际经济状况比预期得更为糟糕时也要这样做。面对持续不断的信贷损失，贷款人通过缩减资产、降低杠杆来保存资本的举措限制了提供给经济体的信贷。

在正常情况下，当金融机构限制信贷流动时，美联储将会放松货币政策，下调联邦基金利率目标。但是，目前联邦基金利率实质上已经为零，美联储这一传统的政策工具已经宽松到了极致。事实上，泰勒规则表明，我们应当下调联邦基金利率至零以下。为了进一步实施宽松的货币政策，美联储使用非传统的政策工具。但是，在运用这些政策方面，我们几乎无任何经验可循，其效果具有较高的不确定性。总而言之，与金融危机最黑暗的日子相比，目前金融状况已经明显宽松，但远未恢复健康，未来一段时间，信贷紧缩可能抑制经济增长。

摆在我们面前的，不仅是金融体系不够稳固，占经济 70% 的消费支出强劲反弹的概率也微乎其微。诚然，消费者得到了财政刺激计划的鼓舞，但是这一计划是暂时的。

从长期来看，消费者将面临大量的自身问题。在经济衰退之前的几年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



内，家庭无节制地消费，这一现象发生在经济学家称之为“大稳定”的时期，这段时期持续了20年，期间很少发生经济衰退，而且程度轻微、通胀率低且稳定。信贷前所未有地容易获得，消费者借此进行贷款消费。股价和房价节节高升，家庭有更多的财力继续消费。在这种消费文化中，个人储蓄率从20世纪80年代中期的大约10%降至近几年的1.5%，甚至更低。与此同时，家庭负债比率却在不断升高。从1960年到20世纪80年代中期，负债占可支配收入的比率为65%，尚且可以承受。自此，负债比率便稳步攀升，并且，在最近一次经济扩张中显著加速，到2008年负债比率已经翻番，占可支配收入的比率升至130%。

当消费者经受了金融冲击的创伤后，我们很可能正在见证一个新时代的开始。当消费者的养老金被房价和股价下滑吞噬后，他们被迫重新开始储蓄。个人储蓄率终于开始上升。截至目前，2009年的储蓄率平均大约为4.5%。尽管从单个家庭的角度来看，开始储蓄是明智的，但依靠贷款的消费下滑将会在未来几年中降低消费支出增长率。储蓄增长将资源从消费导向投资，这将最终增强经济体生产和增长的能力。投资增长是生产力提高和生活标准快速增长的关键，但如果消费支出增速低于正常水平，从而延缓了经济复苏的步伐，那么上述转变过程将会是痛苦的。

美联储始终保持独立

劳动力市场疲弱是导致一段时间内经济复苏缓慢的又一因素，就业率快速下滑已经持续了一年半。尽管2009年8月份的就业报告中有更多证据显示就业人数下滑的速度在放缓，但目前失业率位于1983年以来的最高位。企业界人士表示，在明确证据表明经济持续复苏之前，他们不愿意招聘员工，这意味着，我们可能会再次看到所谓的“不创造就业机会的复苏”，就业增长落后于整体产出的改善。而且，工资增长急剧放缓。2009年上半年，私人领域工人雇用成本指数仅上升0.75%。失业、工作缺乏安全感和收入增长缓慢的“三重奏”无疑将抑制消费。

由于消费者面临的问题，支出不可避免地会出现缓慢增长。将上述因素综合起来，2009年下半年，增长的主要动力是库存投资。库存投资的提振作用在一段时间内大有帮助，但要实现可持续的增长，我们需要把眼光投向

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其他领域。

由于经济增长的最大贡献者消费支出可能复苏力度不够，这意味着经济扩张将不够强劲。即使我们预期的缓慢复苏也容易受到冲击，特别是来自金融领域的冲击。正如我所言，金融状况有所改善，但尚未恢复正常。金融机构可能继续遭受损失，这将会给信贷危机"火上浇油"。特别是中小型银行可能遭受商业房地产贷款损失的危害。截至目前，损失最大的主要是建筑和土地开发贷款。但是，随着时间推移，由于地产价值下降，办公楼空置率上升，对于许多需要为未来几年抵押贷款进行再融资的业主而言，信贷仍然紧张甚至根本无法获得，因此，其他商业房地产的贷款损失可能会不断攀升。来自房地产领域的"金融传染病"是经济复苏最重要的威胁。

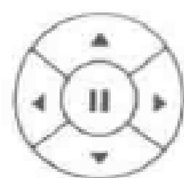
我所预期的缓慢复苏意味着需要几年才能再次达到充分就业，制造业领域的产能利用率也是如此。人力资源和资本资源需要很长时间才能达到充分利用。

大家对通胀风险的观点已经分化成两个截然对立的阵营。一方面担心没完没了的巨额联邦预算赤字将产生长期的通胀影响，另一方面担心经济疲弱和工资下行压力会导致通胀率低于保持物价稳定的水平，甚至可能导致通缩抬头。

人们对长期通胀上升的担忧在很大程度上反映出对美联储货币政策的担心。美联储最近出台的一系列经济刺激计划导致美联储资产负债表膨胀，并且产生了巨量的银行超额储备。有人担心，我们会迫于政治压力而无法收缩资产负债表，最终将政府债务货币化。这种担心是真实的，而且不断升温并造成破坏。但是，美联储一直并将继续独立于政治，并且有能力、更有决心在适当的时机收紧政策。

事实上，通过提高支付给超额准备金的利率，美联储可以在收缩资产负债表之前收紧货币政策。像过去一样，美联储一直致力于实现充分就业和物价稳定这两个法律赋予的使命。关于通胀，我个人认为，未来几年中对物价稳定更严重的威胁来自于经济疲弱的反通胀力量。和现在一样，20 世纪 80 年代人们普遍担忧联邦赤字膨胀、财政状况不可持续。而且，美联储面临巨大的政治压力，有人担心它是否能够维持独立性。但是，这些状况没有导致通胀卷土重来。1982 年，失业率接近 11%，石油价格不断下滑。核心个人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



消费支出（PCE）通胀在20世纪80年代前期下滑大约6个百分点。

当然，此时和彼时有一个关键差异。当时，通胀从不可接受的高位下滑。美联储制定非常紧缩的货币政策来降低通胀、实现物价稳定，而且在25年中成功维持物价稳定。如今，我们的通胀率处于极低水平。在过去的12个月中，核心CPI物价通胀率平均不到1.2%，已经低于2%的水平，而2%的通胀率是美联储认为维持长期物价稳定的合理目标水平。由于经济疲软可能会持续多年，核心通胀有可能继续下滑，进一步偏离我们的物价稳定目标。

从货币政策的角度来看，目前的经济状况将会继续向我们提出挑战。我们面临的经济非常疲弱，未来增长前景只是温和，通胀率处于低位并且正在下滑。由于我们的政策利率已经处于极低水平，经济状况可能要求我们在更长的时期内将联邦基金利率维持在极低水平。但是，当有必要维持物价稳定时，我们将做好准备、愿意并且能够实施紧缩政策。但是，在这之前，我们需要在偏低的水平上维护我们保持物价稳定的目标，并且促进充分就业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

38 资产管理行业信托责任大反思

2009 年 4 月 1 日，先锋集团创始人约翰·伯格在哥伦比亚大学商学院发表了一次著名的演讲，对美国社会资产管理行业信托责任的缺失进行了深刻的阐述，并从这一角度得出，目前金融危机的其中一个根源是对“一身不事二主”这一古老诚信原则的背弃。

伯格认为，尽管大量持有企业的所有权，大多数机构投资者也未能在企业董事会、公司治理、董事选举、执行官薪酬、股票期权、代理人建议、分红政策等企业决策中发挥积极作用，他们采取宽容放任的态度，听任所投资上市公司的管理层为自己谋利。

最后，伯格提出了重建金融世界、构建信托社会、维护委托人权利的理想。他认为，应建立规则使机构资产管理人对客户恪守信托责任，迫使机构的资产管理人利用对所投资企业的所有权，要求企业管理层和董事履行对股东的信托责任。在伯格看来，信托责任已不仅是需要捍卫的理想，而是需要践行的必然要求。

以下是这次演讲的部分节选。

诚信不可缺

在国内乃至全球金融危机和经济危机的背景下，我冒昧地断言，当后人回首目前的金融危机时，人们会将其主要错误和过失归因于对“一身不事二

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



主”这一古老诚信原则的背弃。倘若受托人不恪守这一原则，我们以企业为基础的经济就不能够持续。在公司的结构中，由于所有权与管理权分离，大多数不谙市场深浅的小投资者的资源被置于少数人的掌控中。因此，在现代商业领域要想发挥其应有功能，必须重新开始努力遵守诚信原则。

然而，那些名义上的受托人却通过钻法律空子成功地使自己免除义务，无须保护他们所代表的投资者利益；公司高管、董事未经股东允许，甚至根本不告知股东便攫取巨额的公司资金作为自己的奖金；金融机构在经营名目繁多的业务时，即使考虑投资者的利益，也是将其置于末位。

所有这一切均表明，我们已忽略诚信原则的应有之义，这对个人造成的损失和伤害，以及对我们以企业为基础且依靠企业诚信运转的社会秩序造成了很大的危害。

20 世纪 30 年代的“大萧条”以及股市崩盘后，我们没有顺势要求大型企业和金融机构等国家巨额财富的受托人切实践行信托责任这一不可动摇的原则。75 年后的今天，我们重蹈覆辙。

信托责任本质上是两方或多方之间基于信任的一种法律关系，通常存在于受托人与委托人或受益人之间，后者合理地相信、信任并依赖受托人。受托人无论何时都一心一意为委托人的利益服务，并且忠实于委托人的利益。受托人不得将个人利益置于信托责任之上。更重要的是，受托人决不能与对客户的信托责任及对其他实体的信托责任产生利益冲突。

与 20 世纪 30 年代相比，信托责任在当今社会中的根基已经不是非常牢固了，这与其说是一种讽刺，倒不如说是一个悲剧。

所有受过良好教育的公民都不难发现，在过去几十年中，道义法律和市场之间的天平总是严重地倾向于市场。我们已经从“世间事必有不可为者”的年代转变到“人人为之，我亦可为”的年代，我将这一转变称之为从道德绝对主义向道德相对主义的转变。在我看来，在传统价值观转变的过程中，商业道德是一个重要的殉葬品。因此，我不认为这种变化是一种进步。

我反对道德相对主义的主要原因是，它模糊并且削弱了我们对社会的义务，将重点转向为个人创造最大利益。不受约束的个人利益是一种强大的力量，但这种力量要想保护所有公民的利益，最终就必须接受社会的约束。最近的金融危机实际上是“道德危机”，它进一步证明了道德相对主义的危害

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

已经有多大。

当前危机的根源错综复杂：银行家和投行家在资产负债表中高度使用杠杆，持有低质量有毒证券，而我们对其风险满不在乎；联邦监管部门采取放任自流的方式，笃信“自由竞争市场”能够保护社会免遭过度滥权行为的危害；国会推迟立法改革；“证券化”导致贷款人和借款人之间的传统联系被割断；肆无忌惮的金融创新制造出数万亿美元的金融衍生工具，其风险令人目瞪口呆，复杂程度高深莫测。

美国企业界领袖和投资界领袖权力和地位的急剧攀升是出现上述错误的主要因素。目前，机构投资者持有美国大型上市公司70%的股份，而半个世纪以前仅大约8%。随着机构持股比例的大幅攀升，包括共同基金（持股25%）、养老基金（持股20%）、对冲基金和捐赠基金在内的资产管理人对美国企业界能够施加巨大的影响。

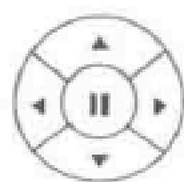
但是，资产管理人未能行使自己的权力。事实上，美国投资界的代理人未能履行他们对委托人的责任，而委托人就是共同基金的份额持有人、养老金的受益人，他们把自己的资本财富用来买入股票。历史表明，尽管处于控制地位，大多数机构投资者未能在企业董事会、公司治理、董事选举、执行官薪酬、股票期权、代理人建议、分红政策等企业决策中发挥积极作用。

作为企业公民，这些资产管理人采取宽容放任的态度，听任上市公司管理层利用职权为自己谋利，不仅在管理人员的薪酬、额外津贴、并购等方面，他们甚至还接受了“金融工程”，使其渗透于公司财务报表的各个角落，并获取会计师的默许。

机构投资者不仅未能在公司治理问题上行使权力，即使在投资领域本身，他们也未能恪尽职守。这些专业的代理人未能满足委托人寄予的期望，在投资之前进行“尽职调查”。否则，这些技术精湛、薪酬丰厚的证券分析师怎么会不质疑花旗集团和其他大银行充满有毒资产、高度杠杆化的资产负债表呢？更早些时候，这些专业人士为什么不理会安然公司“特殊目的实体”背后的诈骗行为，以及世通公司的“财务造假”呢？

再者，当股市2007年创出高点时，公司普遍假设其年金计划未来每年的收益率高达8.5%，有多少分析师质疑过这一假设呢？现在来看，这一假设漏洞百出，埋下了私有和公有退休系统未来融资危机的种子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



但是，资产管理人未能履行职责仅是问题的一部分，机构投资管理领域也问题颇多。机构投资管理人变成了推销员，重点也从谨慎管理资产转变为产品营销，从长期投资转向短期投机。顾问、代理人最大的梦想就是聚集越来越多的资产，因为所管理的资产规模越大，获得的咨询费用和利润就越多，不惜损害投资者或者委托人的利益，而按照传统的信托标准和信托责任，维护投资者/委托人的利益才是其义不容辞的责任。

利益冲突充斥着整个资产管理领域，尽管在各个细分领域各有差异，包括私人养老金计划、公共养老金计划、工会计划。但是，在共同基金领域，对基金份额持有人的信托责任与基金经理的商业利益之间常常存在直接冲突。

我们的基金经理首先服务于自己的利益，对这一点大家丝毫不会感到诧异。在目前最大的金融中介基金行业里，管理人不为基金份额持有人利益服务，并产生了复杂的影响。具有讽刺意味的是，尽管《1940 年投资公司法》中明文规定，要求“基金的管理与运营应当以基金份额持有人利益至上，而非顾问利益”，但上述现象仍屡禁不止。

许多基金经理在如下几个方面背弃了《1940 年投资公司法》中明文规定的基本诚信原则：（1）基金的董事会被主席和首席执行官主导，他们同时也担任控制基金的资产管理公司的高级执行官；（2）2003 年，共同基金“时区交易”丑闻东窗事发，大约 23 家公司（包括该领域最大的许多公司）受到牵连；（3）“收费服务模式”的收入分配协议使基金的经纪佣金（“软佣金”）为基金分销提供资金，而顾问从中受益；（4）20 世纪八九十年代，随着基金资产飙升，收费上升的速度更快，表明基金费率上升，基金经理未能与基金份额持有人充分分享规模经济的好处；（5）老基金的费用率上升：最大 7 家基金的平均费用率从 1960 年的 0.48% 升至 2003 年的 1.02%；（6）基金管理费远高于大型养老基金资产管理顾问的收费水平，例如，最大 3 家顾问公司收取的养老基金管理费平均为 0.08%，而对基金的收费却高达 0.61%，使得每年养老基金的管理费仅 60 万美元，而共同基金的管理费却高达 5600 万美元；（7）为了吸引新的投资者，基金需要巨额的广告开支，而这些费用来自现有基金份额的持有人；（8）开发未经测试的有毒“产品”，这些产品更多地只是在营销过程中有吸引力，在投资方面的诚信度却

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

乏善可陈。

因此，我们必须要求基金管理人回归诚信原则。

先锋基金的成功之道

尽管绝大多数金融机构在经营过程中主要服务于代理人，并且以委托人利益为代价，但并非所有机构均如此。先锋基金的原则就是，尽自己的最大努力来实践信托责任的准则。尽管这样做直接有悖于我自身的利益，但这些原则已经融入公司的架构中。

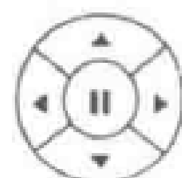
1974 年 1 月，我被威灵顿管理公司解除首席执行官的职位，但却给了我百年不遇的大好机会，让我有机会创建一家致力于信托责任的新基金。我向威灵顿基金的董事提出相关构想，经过几个月的研究，他们接受了我的建议，我们将基金自身的业务与基金的顾问和分销商分开，这样便能一心一意服务于股东利益。按照新构想，我们成立了先锋投资公司集团。这家公司的所有权归属旗下的基金，自己雇用管理人员和员工，按成本价经营，是一个真正意义上共同所有的共同基金公司。

起初，先锋集团仅为基金提供行政服务，但我意识到要想掌控自己的命运，就必须为基金提供投资咨询服务和营销服务。因此，1975 年 5 月，先锋基金一开始运营，我们便采取措施牢牢控制这两个关键职能。年底，我们创立了世界上第一只指数型共同基金，由先锋集团经营。1977 年初，我们放弃了由供应驱动的“经纪商 - 自营商”分销体系，转而采用由购买者驱动的、“以资产净值出售、不收取佣金”的体系。当年晚些时候，我们首创了一系列固定到期期限的债券基金，细分为短期、中期和长期基金，这些基金都集中进行高质量投资。1981 年，先锋集团开始给我们新成立的固定收益基金以及已存在的货币市场基金提供投资咨询服务。

这些变化具有非常重要的意义。从 1974 年成立至今，先锋基金的资产从 10 亿美元增至大约 1 万亿美元，其中 82% 投资于被动管理的指数基金、债券基金、货币市场基金，所有这些基金均由我们先锋集团管理、分销并提供投资咨询。其余的积极管理基金由大约 25 位外部投资顾问提供服务，目前，威灵顿服务的资产规模最大。

当我们做出上述一系列决定时，先锋集团自身存在的合法合理性尚有争

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



议。起初，证券交易委员会（SEC）拒绝批准先锋集团开设营销和分销职能部门。但是，经过6年旷日持久的努力，SEC终于在1981年2月改变决定。SEC一致通过以下声明："先锋集团的章程符合《1940年投资公司法》的条款、政策和宗旨。事实上，先锋集团推进了该法案的目标，提高了基金的独立性，在合理公平的范围内使每只基金均受益，通过降低咨询顾问费和规模经济效应节约了大量费用，促进了健康、可行的共同基金集团，并使其中每只基金均能更好发展。"

SEC的声明在今天看来颇有先见之明。事实上，说"并使其中每只基金均能最好发展"也许更为合适。根据晨星公司同类基金评级系统，先锋集团在50家大型基金集团中的业绩表现名列榜首。

那么，在降低咨询顾问费和规模经济方面呢？SEC也没错。先锋集团的低成本闻名于世，截至目前，在业内最低。2008年，我们的营业费用率总计占平均资产的0.20%，共同基金行业的这一比率平均为1.3%，每年节省1.1个百分点，考虑到我们管理的资产高达1万亿美元，那么，我们平均每年为股东（基金持有人）节省110亿美元，低成本的意义自然重大。投资界也终于开始认识到，低成本是基金表现出色唯一最可靠的指标。

从上述确凿的数据中可以看出，先锋集团既实现了商业成功（资产和市场份额增长），也实现了艺术成功（低成本、高收益），那么，为什么在先锋集团存在的35年中没有其他公司效仿我们以股东为导向的结构呢？在我们按成本经营的组织结构中，利润都归属基金股东（持有人）而非基金管理人，这一组织结构解决了共同基金行业利益冲突的问题。但对管理人不利，这可能是没有其他机构愿意效仿的原因。

重建金融世界

众所周知，重组一家公司绝非易事，倘若没有决心、技能、时机、运气以及少数人所发挥的决定性作用，重组绝不会发生，而与超越重组一家公司的性质和价值观相比，重塑整个资产管理行业的性质和价值观将更为艰难和不易。

但是，我们不能止步不前，因为，历史上我们从未碰到过像目前这样的时代，我们最珍惜的价值观和传统正在被探索者抨击。作为美国社会结构中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最显著的特色，商业和工业的摩天大楼正在被各种力量动摇根基，其后果我们目前只能隐约察觉。一个骄傲的文明、曾经固若金汤的城堡，如今却出现了许多未被察觉的蚁穴。因此，目前我们要进行深刻的自我反省，这种反省是完全有益于体制健康的。

从半个世纪前到现在，我们的投资体系经历了从所有者社会向代理人社会的急剧变化。半个世纪前的所有者社会一去不返，而代理人社会中的代理人未能服务于委托人，例如，共同基金份额的持有人、养老基金的受益人和长期投资者的利益，而是服务于代理人自身，即机构资产管理人的利益。而且，由于代理人在企业治理问题上采取宽容放任的态度，我们的基金经理也是为美国企业界管理层的利益服务。更糟糕的是，该行业牺牲长期投资，转而进行短期投机，从而破坏了整个社会的利益。凯恩斯曾经说过："当企业成为投机漩涡中的一颗泡沫，其后果将不堪设想；当一个国家的资本成为赌场活动的副产品时，那么资本主义恐怕要不妙了。"

但是，尽管企业所有权的本质发生了上述变化，但我们并未改变游戏规则。事实上，在金融领域，我们用大部分的历史规则来监管证券发行人、交易所和投资顾问。我们本应改进监管监督，以更大力度执行现存监管条例，但在这两方面却毫无进展，我们忽略了环境变化，因此，要为当前的危机承担重要责任。

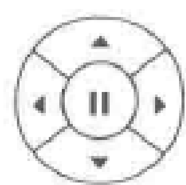
当然，美国社会一直在发展变化。过去如此，未来也将如此。美国从农业经济开始，然后成为制造业经济，再后成为服务经济，最近又成为金融服务业占主导地位的社会。这种长期变化并不新鲜，但总有不同，因此，很难找出理性的应对措施。

为了应对失败代理人模式所产生的全新的复杂的经济环境，我们当然需要一个新的模式：建立信托社会，即投资者利益至上、商业和金融领袖的道德行为代表最高的价值观。

尽管当今的挑战难免与以往不同，但原则亘古不变。亚当·斯密早在18世纪就曾经断言："人们管理别人的资金时，很少像管理自己的资金那样带着焦急的警觉，他们非常容易宽恕自己。疏忽与挥霍必然到处蔓延。"

近年来，基金经理和代理人中就正在蔓延着"疏忽与挥霍"，甚至完全不顾对委托人的义务和责任。很少有基金经理对别人的资金表现出"焦急的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



警觉”，而“焦急的警觉”正是投资专业人士行为的一个鲜明特征。

因此，我们必须建设一个全新的信托社会，能够担保我们基金最终的所有者作为委托人应当享有的权利，因为这些共同基金份额持有人、养老基金受益人的储蓄是我们的投资之本。委托人的权利必须包括：（1）委托人有权要求基金管理人/代理人全心全意为委托人利益服务，即客户为王；（2）委托人能够期望基金管理人和证券分析师能够坚守职业准则、进行尽职调查；（3）委托人有权要求共同基金恪尽职守，且所提供的金融产品诚信可靠；（4）确保代理人能按照负责任的企业公民原则行事，归还委托人被忽视的股东权利，要求公司的董事和管理层履行对自己股东的信托责任；（5）建立符合“合理标准的咨询费制度，该咨询费不仅基于费率，而且与资产数额相关，并规定费率、资产数额与咨询费的关系”；（6）消除任何阻碍实现上述目标的利益冲突。

上述第六条有悖于目前共同基金行业典型的组织结构，即金融企业集团对资产管理公司拥有所有权。在目前 40 家最大的基金集团中，只有 6 家未公开上市。在剩余的 34 家中，有 13 家公司的股票由公众直接持有，剩余多达 21 家基金管理公司的所有权或控制权归属美国和国际上的大型金融集团，包括高盛、美国银行、德意志银行、ING、约翰·汉考克金融集团和加拿大太阳人寿保险。这种所有制结构是对“一身不事二主”的诚信原则最明目张胆的背弃。

当然，要想培育创建我所设想的信托社会，联邦政府义不容辞。其中最要的是，政府要明确表示有意向建立并执行信托关系标准和信托责任，按照这一标准，资产管理人要一心一意并且只为受益人的利益服务，主要是共同基金份额的持有人、养老基金计划的受益人。尽管在构建新社会的过程中，政府的作用至关重要，但私人投资领域必须同步前进，公私两个部门共同分担责任。要完成将资本主义归还给真正所有者这一艰巨的任务需要时日。但随着时间的推移，新的现实愈发明显，即信托责任已不仅仅是一个需要捍卫的理想，而是需要践行的必然要求。

因此，金融体系本质的改革涉及方方面面，反过来，金融体系改革又会迫使对我们失败的企业治理体系进行改革。我的改革主张尚未得到同事和同行的广泛认可，但不久之后其他许多人将会豁然开朗。2009 年 3 月底，公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

治理改革的理念就得到了当今备受尊重的金融经济学家、麻省理工学院安德烈·罗教授的支持："金融危机最为重要的一个启示是关于公司治理的现状，金融危机将我们唤醒，我们需要变革（规则）。目前公司治理结构存在一些根本性缺陷，公司普遍都面临这种风险。"

总而言之，我倡导变革规则，制定联邦标准，使机构资产管理人对客户恪守信托责任。

反过来，这一规则将迫使机构资产管理人利用他们对所投资企业的所有权，要求企业管理层和董事履行自己对股东的信托责任。归根结底，机构资产管理人以及企业管理层/董事应该分担审慎保管受托公司资产和投资证券的责任，不仅要变革如今漏洞百出、利益冲突层出不穷的模式，还要发展一种新模式，一种最好能够重建传统道德观的模式。

在为社会和经济失调寻找解决之道时，我们总是容易依赖国家的命令，而非依赖我们自己作为遵守法纪公民所能为国家贡献的智慧。

但是，除非有其他方法能够制约人们为自己谋利的冲动，除非我们社会中最有影响力的群体致力于促进公共福利，否则我们的社会将无法运转，特别是对于我们这个在很大程度上用物质衡量回报的社会。我们必须让自己的道德观符合整个社会的传统道德和理想。如今，在我们社会中，最至关重要的莫过于那些在商业文明中占据战略地位的受托人，他们应当严谨忠诚，我们的社会有权要求他们这么做。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

39 量化投资大师西蒙斯

作为有史以来最成功的对冲基金，1989－2006 年，文艺复兴科技公司的旗舰基金——大奖章基金平均每年的回报率为 39%。到 2005 年左右，文艺复兴科技公司的创始人詹姆斯·西蒙斯成为盈利最高的对冲基金老板。

在 40 岁之前，西蒙斯是一位在数学界颇有名望的教授，先后在麻省理工学院、哈佛大学、美国国防分析研究院和石溪大学任职。他和华裔科学家陈省身共同创立的陈-西蒙斯理论推动了拓扑几何的研究进程，被运用在天体物理等领域。

但从学术研究转型后的西蒙斯，在投资领域的风头更劲。初创时期，西蒙斯和大多数投资者一样，通过关注和分析各种经济数据和宏观事件来做投资判断，但他逐渐发现很多价格变化是有规律可循的，并且能通过一定的方法进行预测。因此，1988 年建立大奖章基金之后，他把投资方法从判断型转变为量化投资。

大奖章基金的投资产品必须符合三个标准：公开交易品种、流动性足够高、适合用数学模型来交易。而要符合第三个条件，该交易品种必须有充分多且可以进行分析的历史价格、交易量等数据，从而找出最适合的交易模型来进行量化投资。西蒙斯认为，数学模型可以降低投资人的风险以及所需承受的各种心理压力，因为模型没有感情，一旦选定就会自动执行，能够克服人性在市场面前暴露出来的弱点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另辟蹊径，独树一帜

作为一个投机者，西蒙斯从学生时代起就开始涉足大宗商品，其目标是找出交易中的漏洞，后来他也因此而出名。

西蒙斯早期凭着对供求的直觉进行商品期货交易，充分利用了20世纪70年代商品价格的大起大落。从20世纪70年代末开始，西蒙斯聘请了一批优秀的数学人才创建交易模型，他们将破译密码的运算法则用于寻找市场数据中并不明显的规律。

1988年，西蒙斯建立了后来赖以成功的平台，并创办了大奖章基金，根据计算机给出的信号进行商品和金融期货交易。该系统的核心是趋势跟踪模型，每一小部分的资金都会根据不同的规则加以利用，这是西蒙斯后来赚钱的精髓。

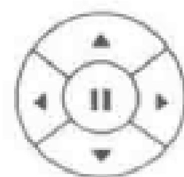
西蒙斯是通过捕捉市场大量异常的瞬间的机会来赚钱，他认为："有效市场假说是基本正确的，也就是说，市场没有什么明显的套利机会。但是，我们关注的是那些很小的机会，它们可能转瞬即逝。这些机会出现之后我们会做出预测，然后进行相应的交易。交易之后，我们又会对新的市场情况进行跟踪和评判，预测也会相应调整，投资组合也会跟着变化。我们总是不停地买入、抛出。我们之所以赚钱，就是靠不停的交易。"

但是，频繁的短线操作可能产生流动性风险，即如果市场深度不够，大量交易会对价格产生影响，而这种价格变化意味着卖价降低、买价升高，交易成本增加。而大奖章基金能长期占据行业翘楚地位的原因之一就是，西蒙斯对流动性风险的把握。例如，基金所投资的金融产品都有很好的流动性，且仓位很分散，包括全球各地的各种金融产品，每个交易的数量都很有限，并不断加强和完善电子交易的流程和系统。

石溪大学数学系的教授亨利·劳费尔在20世纪80年代中期发现，市场总在某个事件干扰之后立即变动。例如，在新数据公布后的一段时间，商品或货币将随着不同投资者的反应而上下波动，尽管这种波动在肉眼看来好像是随机的，具有高清晰度统计能力的科学家却可以辨认出变动的模式。

这并不是说商品价格在每个消息之后会以同样的方式变动，但如果仔细察看对很多事件的反应，某些结果出现的次数总是略微超过所有样本的一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



半。通过对这些结果重复下注，西蒙斯团队盈利的机会就会大于亏损的可能，通过以足够的规模多次的下注，他们就可以保证丰厚的利润。

这就是大奖章实现丰厚利润的模式，但这种算法对大部分人来说仍然是个秘密。他们发现这种模式的原因以及该算法能带来惊人利润的原因是可以理解的，其秘密部分在于选择短期。通过考察短期内的商品价格变动，劳费尔可收集数以千计的样本，提高发现统计上显著的重复模式的可能性。另外，短期信号可能会更有价值，也更容易找到。如果能预测未来几天内商品价格的变动方向，几天时间就足够下注并将利润收入囊中。最后，短期预测往往比长期更让人有把握，不可预见的因素使预测变得不准确的时间更短。因为是相对把握比较大的短期预测，西蒙斯的团队可以在赌注上利用杠杆效应，放大其利润。

当西蒙斯 1988 年创办大奖章基金时，大约 15% 的资本用于短期交易，其余的是通过传统的趋势跟踪模型进行交易。成立之初，该基金前途一片光明，然后突然急转直下，到 1989 年 5 月，基金净值和峰值相比下跌近 1/4，西蒙斯决定暂停交易。

西蒙斯及其团队认为，麻烦在于大奖章系统趋势跟踪的支柱作用已经消失，太多商品公司的模仿者涌入，经纪公司向客户推销的商品基金太多，趋势跟踪成了时髦。

二次出发

经过几个月的思考，西蒙斯决定以短期信号作为体系的新核心。1990 年，重新启动的第一年，大奖章基金在扣除费用后创下 56% 的回报率，这是一个良好的开端。

开局良好让西蒙斯确信，数学家们破译密码的方法最终能破译市场的密码。他决定利用自己的优势，聘请数学家进入团队，其中包括弗吉尼亚大学的物理学教授罗伯特·劳里。很快研究小组便发现，在美国商品市场有效的模式通常在国外市场也有效。而且，经过一些挫折后，西蒙斯团队用找出微弱信号的方法发现了股票市场的模式。

西蒙斯将计算机科学家、物理学家以及天文学家都纳入团队，不过他从来不雇佣经济学家及华尔街专业人士。他认为股票市场就是一个数学难题，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与实体经济的构造组成没有关系。他说："我们不雇用数理逻辑不好的学生。"因为"好的数学家需要直觉，对很多事情的发展总是有很强的好奇心，这对于战胜市场非常重要。"他甚至雇用了一些语音学家，包括贝尔试验室的著名科学家彼得·韦恩伯格，并从 IBM 公司招募了部分熟悉语音识别系统的员工，他说："交易员和语音识别的工作人员有相似之处，他们总是在猜测下一刻会发生什么。"

事实证明，大部分时候，用数学方法分析市场会取得极大的成功。西蒙斯在电脑上投入巨资，将所有能想到的每种形式数据都输入电脑，如金融市场价格、经济数据、新闻消息，甚至天气的时间序列数据。团队对微弱信息的探求越深入，在几乎包含任何类型的数据中成功发现盈利模式的可能性就越大。

例如，智囊团发现，股指在晴朗日子往往呈现上升趋势。通过在天气晴朗日期的早餐时间买入稍后再卖出，大奖章基金就可以盈利，只是这个盈利太少，不足以弥补交易成本，这也是文艺复兴科技公司公开这个信号的原因。

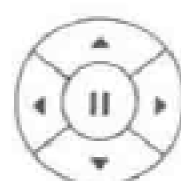
文艺复兴科技公司发现的许多模式从单个来说并没有什么大不了，毕竟从根本上来说，市场是近似有效的。但是，通过发现大量小规模的无效，并将它们融合到一个单一的交易程序，文艺复兴科技公司创建了一个每年都带来利润的系统，尤其是动荡时期。

1994 年，大奖章扣除费用后的回报率达到 71% 。在 2008 年的市场崩溃中，该公司扣除费用后上涨了 80% ，而在扣除费用之前几乎达到 160% 。

2009 年退休时，西蒙斯身价已经远不止亿万。仅 2006 年，据说他的个人收入就达到 15 亿美元，相当于星巴克 115000 名员工和好事多 118000 名员工创造的企业利润总和。让其他对冲基金惊讶的是，大奖章基金的神奇业绩表明，它对 20 世纪 90 年代到 21 世纪初的竞争压力具有超强的适应能力。

同时，西蒙斯聘请了已经成名的科学家和数学家，而不雇用年轻的计量分析员，更不会招聘华尔街的资深人士。此外，他也没有采用金融学术界的思想，而是构建了属于自己的系统。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



不走寻常路

1993 年，西蒙斯给他的智囊团补充了两个重要人物：彼得·布朗和罗伯特·默瑟。他们来自 IBM 公司的研究中心，在未来几年里对大奖章的成功做出了不可磨灭的贡献，最终在西蒙斯 2009 年选择退休时掌管大局。这两个人相辅相成：布朗精力充沛、充满激情地快速处理当天的每件事情；默瑟则较为冷静。

在到文艺复兴科技公司之前，布朗和默瑟曾经从事密码破译方面的工作，但他们真正的成就在于对计算机化翻译的颠覆性贡献。

大奖章基金取得令人惊叹的成功的原因是秘密，很显然，布朗和默瑟的编程方式和其他对冲基金程序员所想的完全不同，这也是一种“武器”。

拿着看上去随机又没有进一步线索的数据，他们会反复察看以找出规律，利用计算机的力量去寻找那些肉眼看不到的微弱信号。

文艺复兴科技公司产生于商品技术分析交易，这一方法的传统是将价格数据放在首位，该公司早年的发展历程至关重要，在很大程度上是得益于已经成名的密码破译员和翻译程序员，他们是能辨明微弱信号真假的专家。

罗伯特·默瑟认为，对于虚假相关性应保持警惕，但也同样认为有些直觉上不合理的信号确实有用。事实证明，对文艺复兴科技公司来说，最能带来盈利的、最持久的信号往往是直觉上不合理的信号。默瑟说：“我们一直不间断地用来交易 15 年的信号就不合理，否则别人也可以发现。”

文艺复兴科技公司还有一个显著特点，即开放性。尽管其他量化投资对冲基金启用了严格的内部防火墙，只将信息少量发布给需要的员工以保守秘密，但文艺复兴科技公司的气氛完全不同，西蒙斯认为开放的环境能够促进团队合作。

西蒙斯制定了一项补偿制度，以加强团队合作的氛围，研究人员的工资与公司的利润挂钩，而不是和部门的结果挂钩。公司的基础设施也方便大家合作，布朗和默瑟创建了一个多个程序员可以同时工作的系统，研究人员甚至可以改编这个内部编程的语言，以表达新想法。

在这个协作的体系中，员工输入大量现代社会产生的数据。金融越国际化，就有越多国外市场的统计数据需要输入系统；商业越数字化，就有越多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新的数据可得，如电子商务销售、网上冲浪习惯等。金融电子化创造了大量的意外信息。在旧时代，逐个跟踪交易信息是可能的，现在已经可以看到每只股票的每个要价和出价，包括那些从未成交的交易。可能性越扩展，就越可能超出几个人的考虑范围，但文艺复兴科技公司具有团队精神的员工可以应付这种复杂的局面，并不断取得进步。

然而，公司的团队合作氛围也可能带来风险，它的假定是没有团队成员会带着交易机密离开，然后成为原来公司的竞争对手。因此，文艺复兴科技公司对员工的忠诚度进行了审慎的考察，并与每个员工签署了非竞争性和保密协议，并要求员工将工资的 1/4 放在大奖章基金，作为一种保释金锁定，直至他们离开后四年。

然而，2003 年，这个办法出现了问题。文艺复兴科技公司招收了两名俄罗斯人，但他们在掌握了公司的机密之后拒绝签署保密协议，而是要求加薪，否则就将投奔竞争对手。

西蒙斯拒绝被勒索，这两个俄罗斯人离开了公司，加入了另一个对冲基金。在表面看来，这似乎是个灾难性的打击，因为文艺复兴科技公司的开放性，这两个俄罗斯人非常了解系统是如何运转的。如果他们开始基于文艺复兴科技公司的信号做交易，会与大奖章基金形成竞争。然而，引人注目的是，大奖章基金的业绩仍然让对手望尘莫及。

部分原因可能在于文艺复兴科技公司的律师，通过起诉那两个俄罗斯人及其新雇主，使得他们不敢全面推出竞争性系统，而且，在 2006 年法院裁定两名俄罗斯人必须中止交易。但是，这并不是全部原因，因为此前这两名俄罗斯人已经运作了竞争性系统达两三年时间，但大奖章基金在该期间的表现仍然非常出色。

这个教训似乎说明，文艺复兴科技公司的基础设施与其研究同样重要，而且研究本身在不断进步。建立这个系统投入了大量的时间和金钱，系统每天能吸收大量数据，能让研究人员接触并处理这些数据，并将这些研究成果转换为几十万笔自动交易。而且，在两名俄罗斯人努力建造类似平台时，文艺复兴科技公司的员工在继续前进，竞争对手一直在追赶一个快速移动的目标。

西蒙斯对其他对冲基金产生了深远的影响。大奖章基金就像是一个汽车

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



公司生产的高端赛车，大多数客户都没有机会得到，但其存在会鼓励客户购买普通车。一个基于短期信号交易的基金不能过于庞大，因为流动性和时间限制，它不可能在每笔交易上下注太多。因此，大奖章基金自1993年以来就对新的外部投资者关闭，60亿美元左右的资金几乎全部是雇员的资金。从2002年起，西蒙斯开始归还外部投资者的资金，到了2005年，大奖章基金就没有外部投资了，因此，大奖章基金目前的受益者就是文艺复兴科技公司的员工。从2002年底至2005年底，大奖章基金共向投资者支付了60亿美元的收益，而其规模不过50亿美元。

但是，西蒙斯也有流年不利的时光。2005年，西蒙斯创办了文艺复兴法人股票基金，目的是吸收1000亿美元的机构储蓄。运作如此大额资金的唯一办法就是从短期交易转变为流动性更强的长期战略，而且，因为纯模式识别对短期交易最有效，这就意味着西蒙斯提供的是一个依赖于其他类型信号的基金，而其他类型的信号可能已经被其他对手研究过了。到2007年夏天，西蒙斯的新公司聚集了超过250亿美元的资金，使其成为世界上最大的对冲基金之一。但接着金融危机爆发了，文艺复兴法人股票基金在一年内就出现了两位数的亏损，并遭到投资者巨额赎回，达数十亿美元，但当年大奖章基金的回报率仍然高达80%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

40 芒格论投资道德标准

1965 年诺贝尔物理学奖获得者费曼有一个广为人知的法则，这个法则在投资领域有很广的应用，即“不要欺骗自己，而你自己正是最容易受骗的人”。芒格在演讲中经常引用费曼法则。如果芒格认为他发现了别人愚蠢自欺的行为，就会毫不留情地指出来。

1996 年，纽约卡多索法学院举行了一场有关投资策略的学术研讨会，芒格应邀主持，有位可怜的教授在与芒格辩论时被抓个正着。

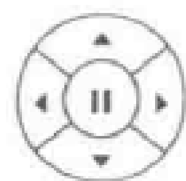
专题讨论的一个议题是罗格斯大学法学院教授布拉顿的学术研究，布拉顿教授认为公司应该给股东分红，而非将之用于再投资，芒格认为文中的假设存在缺陷，立刻对其结论进行了反驳。

虽然芒格当时没有谈到，但他自己有一套衡量投资资金成本的方法。巴菲特曾解释道，伯克希尔衡量资金成本的方法是公司使用每一美元未分配利润所创造的价值能否超过一美元，他说：“如果现在有一美元，它在你手上的价值高过在我们手上的价值，那我们就没有超越自己的资金成本。”

了解自身与实用主义

有位学生曾问芒格，他和巴菲特是否有履行分享智慧的责任，芒格的回答是：“当然，伯克希尔就是例子，我称它为基础教育课程，巴菲特从不花钱，他把钱回馈社会，他发起一个论坛，让人们听得到他的想法，不用说，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



他的想法是一流的，而这个论坛也不错，但大家可能认为我和巴菲特都有点学究气。"

芒格和巴菲特现在都已经实现了财务自由，他们可以选择自己的事情，并且专注于那些有意义且他们感兴趣的事物。芒格曾在南加州大学、斯坦福的法律系演讲，也曾受朋友的请求在其他机构发表演说。他和巴菲特一样，特别喜欢和年轻人及学生聊天，这些人正在学习人生，而且有时间实践一些他们认为是正确的想法。

芒格的演讲一向以非正式的方式呈现，但与格雷厄姆一样，他的想法偶尔会超出观众的理解能力。他的演讲方式是，劝告听众认清几个不同的大观念，并将它作为生活的依据。尽管他会谈论这些观念是什么，但并不会告诉听众简洁的准则或指出简明的方向，因此，让听众会有指导方针不明确的感觉。不过，有时他又会直接切入，展示他个人或财务上的智慧。

芒格的一些训诫相当实用，可应用在一般生活和财务方面，尤其是对贪得无厌的人而言更是如此，例如“懂得量入为出，才会有钱从事投资，首先要限制你的负债，如此一来，你在投资时才不会陷入不利状况”。

芒格说：“想要变聪明，你要不断地问为什么。”而且，你的答案必须是来自于深奥的理论架构，你要去了解这些主要理论，虽然有些难度，但过程会非常有趣。”

芒格从物理学家身上学到寻求很简单、最直接的答案来解决问题，最简单的方式总是最好的方式；而他从数学家身上学到把问题倒过来看或回过头看，一定要反向且永远反向思考。

伯克希尔和威斯科的投资人在年会上都会仔细聆听人们有关人生的箴言，但他们实际上更想听到的是芒格和巴菲特谈论投资。投资人最常问的是，他们如何成为出色的投资家？

芒格表示，首先你必须了解自己的个性，每个人必须考虑自身的边际效用以及心理因素后才来玩这场游戏。如果投资者因为亏损就愁眉不展，而有些亏损是无可避免的，那么就应该终生采用非常保守的投资方式，即用储蓄方式累积财富才是明智之举。投资者必须根据自己的个性及才能采取策略，他不认为自己可以为大家提供一项放诸四海而皆准的投资策略。

芒格表示，投资者必须收集信息，“我想我和巴菲特从一些好的商业杂

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

志中得到的比从其他地方多，阅读每一期各类的公司报道，便能轻松且快速地获得各种与公司有关的经验；而且，如果你能养成一种思考习惯，将所读到的内容与这些想法的基本架构结合在一起，就可以逐渐累积一些投资智慧。在这个浩瀚的领域中，如果没做过扎实的阅读，我不认为你可以成为真正优秀的投资人，而我也不认为有哪一本书可以为你做到这些。”

每年的伯克希尔年会上，芒格都会推荐大量的阅读素材，包括《价值线》的线图、罗伯特·西奥蒂尼的《影响力》（该书讲述了大众如何被说服去购买商品或从事其他行为）以及海格斯壮的《核心投资法则：沃伦·巴菲特的投资组合》。

芒格认为阅读不该是随意的：“你必须知道自己为什么要找这些信息，不要以培根所谓研究科学的方式来阅读年报。顺便说一下，那不应该是你研究科学的方式，即收集无止尽的数据，然后再企图将之合理化，你必须从现实中的一些想法着手，然后探究你看到的东西是否与经验证的基本概念相吻合。”

“通常，当你看到一家表现优秀的公司，会问它可以持续多久？我唯一知道并且一直坚持的做法是，思考公司股价为什么会有今天的表现，接着找出可能导致这些表现终止的因素。”

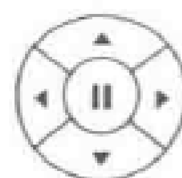
这种思考方式有助于芒格和巴菲特发掘具有特许权的企业，或称为拥有“护城河”的企业，有些公司拥有强势的品牌，而且似乎所向无敌，例如可口可乐。以箭牌口香糖为例，芒格阐述了其投资的逻辑。

“箭牌是全球知名的口香糖公司，这是很大的一项优势，试想要取代这种印象有多难，如果你喜欢箭牌口香糖，你会因为它的售价是 25 美分，而其他口香糖只有 20 美分，就把你不了解的东西放进嘴里吗？考虑买其他品牌的口香糖对你而言并不值得，如此就不难理解为什么箭牌口香糖拥有极大的优势了。”

一旦了解了公司的价值，如果你希望买下整家公司，或像一般投资人从股市中买进公司的股票，那么，就必须决定这家公司值多少钱。

“投资像箭牌这样的标的存在一个困扰，即每个人都知道它是家很棒的公司，所以，你看到股价时会想‘天啊！股价是账面价值的 8 倍，其他股票都只有 3 倍左右’，所以，你会这样想‘我知道它很棒，但这么高的溢价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



得吗？'"

对这类问题的回答，正可说明何以有些人能成为成功的投资家，有些人却不行，芒格强调，"另一方面，投资若不稍具难度，那么，每个人都可以致富。"

投资人若能长期观察企业的动向，就能更宏观地思考这类问题。芒格说，他还记得许多城市商业区的百货公司看似打不倒，它们提供众多的商品选择，具有强大的购买力，拥有城区最高价的不动产，位于有轨电车穿梭的街角。然而，时光流逝，私人汽车成为普遍的交通工具之后，电车轨道被拆除，消费者搬到郊区，购物中心成为主要的购物场所，我们生活方式的一些简单改变就足以改写一个产业的长期价值。

非主流观点

芒格极力反对某些经济理论及商业惯例，并享受他的地位和财富带给其表达这些意见的自由。例如，对那些宣扬有效市场理论的投资人和学者，芒格始终感到恼怒。他认为，如果投资者认为美国心理学的教育水平很低，那么，建议大家看看企业财务管理以及现代投资组合理论，这些学科的教授教得足以让人精神错乱。

芒格记得有位有效市场理论专家近几年来致力于解释巴菲特的成功只是因为运气好，随着巴菲特的绩效表现持续稳定，甚至更好，他关于"巴菲特的成功只是特例"的观点就越站不住脚，"这位理论家最后共算到 6 个标准差，6 个运气标准差，但当时大家开始嘲笑他，因为 6 个运气标准差太多了，所以，他怎么办呢？现在他改口称巴菲特有 6 或 7 个技巧标准差。"

芒格也不认同财经作家刘易斯的看法，这个人似乎把巴菲特描绘为贪婪的市场操纵者，指出他的成功主要出于偶然，芒格说："他认为巴菲特 40 年来的成功是因为他丢了 40 年的铜板，而 40 次都出现人头，我只能说，如果他这么认为，那真是傻得可以。"

伯克希尔拥有卓越的绩效表现是毋庸置疑的，这主要归因于芒格与巴菲特共有的实际想法，例如他们不理会一般投资者所信奉的财务指标贝塔值（Beta），这个指标衡量股价相对于整体市场的波动性，许多专业投资人认为，如果公司的贝塔值高于市场平均值，就属于高风险企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

芒格说："我们认为，在企业财务管理中太过于强调波动性很无聊，这么说好了，只要机会对我们有利，而且，又不是拿整家公司冒险孤注一掷或接近这样的方式，我们不在乎结果的波动性，我们要的是有利的机会，我们认为，伯克希尔的波动性会随时间进行自我调整。"

此外，芒格和巴菲特都对主管当局允许将股票选择权列入资产负债表的做法感到愤怒，因为如此一来，股票选择权可以不被视为公司的费用项目，二人几乎在每次的年会中都提出这个问题。

芒格说："美国的大型企业没有合理诚实的会计原则，这是根本上的错误，不能任由小污点滋生，这一点非常重要，因为小污点会演变成大污点，而且，既得利益者也会尽力让这些污点持续下去，美国的股票选择权会计原则是腐败的，有腐败的会计原则并非明智之举。"

巴菲特和芒格对多数事情的看法一致，但如果企业收到他人主动提出公开收购股份的要求时，谁应该是决策者，二人的看法相左，巴菲特说他的心与股东同在，但芒格认为有些投资牵涉社会利益，应该制定法律来规范这类交易。

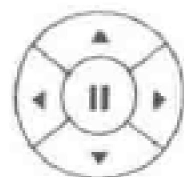
芒格说："对于经营戏院的小型家族企业而言，我完全赞成应该由股东决定是否出售戏院，但倘若是一些重大的社会机构，在购并风潮下结合成巨型的集团，这是困扰我的地方，所以，我认为应该立法防范。"

长久经营理念

芒格表示，如果有机会教授财务学，他会把约一百家公司过去正确或错误的决策作为教材，教授财务学的正确方式应该是从简单的投资决策个案下手。芒格经常以国家收款机公司早期的历史为例，这家公司的创始人帕特森非常聪明，他买下了相关的专利权，并拥有最优秀的销售人员以及最棒的生产工厂，他很聪明，也很狂热，在收款机事业上投注了所有心力。当然，收款机的发明对零售业而言是一个福音，甚至可以将收款机比作旧时代的制药业。只要看过帕特森担任国家收款机首席执行官时的早期年报，几乎所有人都会说他是个天才型的狂热分子，当时他处于非常有利的地位，因此，做这个投资决策很容易。

帕特森是俄亥俄州的零售商，虽然收款机不是他发明的，但他立刻了解

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



了它的优势，并买下这家亏损的公司。帕特森对事业的热忱使他成为当代企业改革者的楷模，他可以说是员工福利观念（例如，低价员工自助餐厅）、销售人员培训与激励的创始人，也是第一本公司内部刊物的发行人。1913年，俄亥俄州西部城市代顿发生水灾时，帕特森暂停生产线的运作，动员公司投入到救灾行动中。他捐赠食物、帐篷、备用电力及饮水，出动公司的医生及护士协助伤员，工厂作业员制作小船以疏散灾民。虽然如此，帕特森还是个顽强的竞争对手，曾在反托拉斯官司中败诉，但随即在上诉高等法院时获得胜诉。帕特森最显著的成就之一就是雇用钢琴销售员托马斯·约翰·沃森，他在国家收款机工作过几年，被帕特森炒鱿鱼后，到计算机制表记录公司工作，后来他运用许多在国家收款机学到的技巧将公司改造成今日的 IBM。

帕特森死后留下了庞大的事业，不过他将很多钱捐赠给了社会，所以，他几乎没有留下什么遗产，而且他认为这不重要，他喜欢一句名言："寿衣没有口袋。"

芒格表示，虽然少有公司能做到永续经营，但公司的建立应该以长久经营为目标，应该将企业的管理方式作为一项"财务工程"，如同桥梁及飞机的建造，要有一系列的支持系统及重复的工程才能承受极大的压力，而企业也应该禁得起竞争压力、景气衰退、石油危机或其他灾难的考验，过多的财务杠杆或债务将使企业难承受这些风暴。芒格说："在美国，造一座烂桥是违法的，但成立一家烂公司能有多高尚？"

关于共同基金行业

芒格对于基金经理人，尤其是共同基金经理人为了利润而对美国投资人销售过多股票感到十分忧虑，他说："我认为，共同基金产业的发展着实惊人，现在仍在持续成长中，而且，他们单凭维持既有的股份就能收取任何名目的费用，我不会被这个行业的伎俩所吸引。"

芒格于 1998 年在加州的圣塔莫尼卡对一群慈善基金会主管演讲时，特别批评耶鲁将捐赠资产投入包含各种共同基金的基金："这是惊人的发展，很少有人会想到，康费德蒙羞后很久，一流学府会将学校基金导入康费德的系统。"康费德在 1970 年代提出了命运多舛的"基金的基金"的概念。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拥有相当卓越成就的先锋基金创办人博格尔也加入了芒格的抨击行列，芒格发表上述评论时，他正对非营利机构的主管演讲，并对非营利机构聘请顾问、顾问聘请基金经理人、基金经理人再挑选其他经理人操盘的做法进行了抨击，因为，这每个环节都需要支付佣金，这种做法减少了可用于慈善事业的资金。

芒格对于管理非营利基金会的经理人提出的建议很简单：省去你许多的时间、金钱及担心，只要把捐赠资产投入指数型基金，或与伯克希尔一样只买优质股票（如果股价未被高估）并长期持有。

芒格认为，非营利基金会的经理人甚至不必担心分散投资的问题。芒格说："在美国，个别或机构投资人只要将大部分财富投资三家绩优的国内企业，长远来看都会有丰厚报酬，这样的投资人不需要时时注意其他投资人的绩效表现，特别是当他像伯克希尔一样，理性预期自己的长期投资结果将因成本较低、强调长期结果及专注在最喜好的选择上而表现较为优秀的时候。"

事实上，芒格一直建议投资人将 90% 的财产放在一家公司上，前提必须是一家好公司。芒格确实希望他的家人大致能遵循这个方向；而且，他注意到伍德洛夫基金会将 90% 的资产集中于创办人，也在买进的可口可乐股票。后来也证明这是一个明智之举，如果美国所有的基金会从未卖出一股创办人当初买进的股票，比较前后的发展将非常有趣，很多基金会的表现会更出色。

虽然芒格认为，在扣除手续费及交易成本后的表现，绝大多数的专业资金管理者以指数型基金表现较佳，但他同时还提出了另一个观点：这表示你应该投资指数型基金吗？其实，这要看你的投资方式能否高于平均水平，或你是否能找到一位投资方式几乎肯定优于平均水平的人，这些问题会使生活变得更有趣。

如果每个人都把资金投入指数型基金，芒格承认，这会迫使指数的成份股价格超过其内在价值，这样的过程就变得没有意义了。

某种程度来看，由于对资金管理的认识逐步提高，巴菲特及芒格就反对在 20 世纪 90 年代中期完全以伯克希尔股票为投资标的所成立的共同基金；而希望成立这种基金的公司表示，这是一般投资人得以参与卓越投资的途径。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



位于宾州的“五个标准差投资合伙公司”曾经向证监会申请，通过名为“负担得起的门路信托”的金融工具出售伯克希尔的股票，这个信托规定一开始至少存入300美元，当时伯克希尔的股价大约是3.5万美元；另外，一家位于伊利诺伊州的耐基证券也有类似的信托计划。

五个标准差的负责人凯兹表示：“我们所做的就是要让一般人也买得起伯克希尔的股票，一个人不富有，并不表示他没有投资的天分或专业知识。”

有位参与该交易的经纪商认为：“巴菲特和芒格原来是有控制癖的怪人。”

伯克希尔在1995年提出，由芒格联合律师事务所准备提交给证监会的备忘录，表示这种股票销售会误导投资人，而且，还将备忘录提交给了州政府机关。

巴菲特说：“我从事投资管理约有44年的经验，一直努力不让投资人失望，而在不让大家失望的过程中，重要因素之一便是让他们有适当的预期，并认清什么是他们可以得到的，什么是不可以得到的，若有成千上万的股东对我们有所不满，我或芒格都无法有效地运作公司，这就不是伯克希尔了。”

芒格除了向证管会提起诉讼并推出替代方案外，还写了一封措词强烈的信给“五个标准差公司”，表示，巴菲特不认为伯克希尔当前的股价对新投资人有吸引力。

为了降低该投资信托的吸引力，伯克希尔创造了B股的独特方式，其价值是原始股份或现在称为A股的1/30，B股的架构及推出方式很独特，经纪商从B股的交易中只能抽取极少的佣金，因此，他们不想向客户推荐这只股票。此外，股票承销集团包括嘉信及富达两家折扣券商，通过这些折扣券商，投资人可以更快地拿到发行的股份。

有人认为，巴菲特和芒格创造B股是因为他们无法忍受失去对伯克希尔的决策权，纽约德盛证券的分析师说：“这是个小问题，而巴菲特却把它搞得轰轰烈烈。”

巴菲特和芒格原本打算发行10万股B股，但随即表示会增加发行量，直到满足投资大众的需求，最后发行的股数增加4倍，总共为51.75万股，每股售价1110美元，伯克希尔的股东人数倍增为8万名，这次发行新股为伯克希尔增加了6亿美元的资本。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

双重道德标准

刘易斯谴责芒格及巴菲特在投资界总是滔滔不绝地大谈道德标准，但自身的投资行为却没有奉行这项原则。

他特别指出，伯克希尔曾投资一家不是提供符合大众利益的商品的公司——烟草公司。

芒格同意说："我们设立自己的道德指标，以此作为行为的依据，但当我们在保险投资组合中买进一家公司的少数股份时，从未自认是全世界的道德指标。"

1993 年，伯克希尔买进无烟烟草制造商龙头 UST 的 5% 股份，当时股价约在 27 -29 美元之间，5% 的股票价值已超过 3 亿美元。在这期间，伯克希尔卖掉了食品及烟草综合制造商 RJR 纳贝斯克。

对有些人而言，买进一家公司的股票和拥有整家公司只有细微的区分，但对芒格而言，则是两件非常不同的事，因为他会有不同的原则。

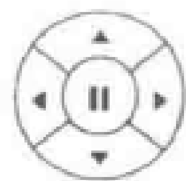
芒格表示，伯克希尔虽曾持有烟草公司的股票，但也曾拒绝买下整家烟草公司的机会，他说："我们不想加入出售成瘾药物的行业，而且，我们又是控股的所有者，这不是我们的游戏方式，我们会拥有股票，如果我们没有，其他人也会有，但我们绝不会取得控股权。"

不过芒格承认，他和巴菲特犯过许多投资错误，"如果由我制定董事会章程，我会要求花三个小时来检讨一些愚蠢的大错，包括在量化成果时把机会成本考虑在内。"

尽管芒格对企业界现存的陋习多有批评并有所坚持，但他觉得整体而言，美国及其企业还是值得推崇的。

芒格说："大体上，我不认为情况会变得更糟，当然，在我们的大城市中有些社会病态，企业界高层也有些社会病态，但总体而言，我认为情况还算相当良好。我认为美国企业可赞许的地方很多，而且很多事都做得很对，大体上这些传统价值是走向成功而非导致失败的。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



41 通胀下的投资

股票和债券类似，在通胀的环境中会表现不佳，但20世纪六七十年代，美国经济大多数时间都处在通胀环境中。

长期以来，人们普遍认为股票可以对冲通胀风险。产生这一认识的根源是，股票代表的不是债权，而是具有生产设备的公司所有权。投资者认为，不管政府如何印钞，公司的生产设施都能保有其实际价值。

但是，为何事与愿违呢？主要原因是，就经济本质而言，股票和债券非常相似。对许多投资者而言，这一观点听起来有些奇怪，因为随债券一起发行的息票是固定的，而股票投资的回报率每年波动较大。但是，美国公司在二战后的总回报表明，股票的回报率事实上变化不大。

股票本质与债券相同

二战后第一个10年（1946-1955年），道琼斯工业指数每年的回报率平均为12.8%，接下来的10年是10.1%，再后来的10年为10.9%。从覆盖范围更大的数据来看，财富500指数（始于20世纪50年代中期）的结果类似：战后第二个10年间回报率为11.2%，第三个10年间为11.8%。虽然个别年份的回报率波动很大，财富500指数1974年的回报率高达14.1%，1958年和1970年低至9.5%，但总体而言，股票投资的账面价值回报率趋向于12%。在通胀期间，没有迹象显示回报率会大幅超过这一水平，在物

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价稳定的年份里也同样如此。如果把这些公司看作生产企业，而非股票，并假设企业的所有者按净值购买股票，那么，他们的回报率也将是大约 12% 。

因为这一回报率相当稳定，可以合理地将它假设为“股本息票”。当然，在现实世界里，股票投资者不单单是买入并长期持有。很明显，于整体而言，这种纷扰对股本息票无任何影响，只不过是降低了投资者应当分得的部分，因为频繁交易产生了大量的摩擦成本，如咨询费、经纪佣金。活跃期权市场的存在导致摩擦成本进一步上升，且丝毫不能提高美国企业的生产率。

另一个事实是，股票投资者通常不是以账面价值买入股票，有时他们能够以低于账面价值的价格购买，不过大多数时候买入价高于账面价值，因此，12% 的回报率就会大打折扣。

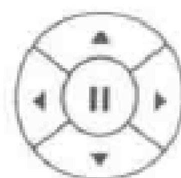
当然，债券和股票的形式有重大差别。首先，债券终将到期，也许投资者需要长期等待，但投资者最终能够重新协定合约条款。如果目前或预期通胀率使得过去的息票不足，投资者可以拒绝在到期后购买，除非现在提供的息票能重新激起投资者的兴趣。

但是，股票是永久性的。整体而言，股票投资者既不能退出，也不能重新商议契约条款，但个别公司可能被出售或清算，公司也可能回购股份。不过，总体而言，新股发行以及未分配利润可以确保公司系统中的股本资本增加。

股票不过是穿着股票外衣的“股本债券”，但普通债券和上述回报率为 12% 的“股本债券”之间还有另外一个重大差别。通常情况下，债券投资人是以现金形式收到全部息票，可以自由地进行再投资，而股票投资者的股本息票部分被公司留存，其再投资的回报率只能是公司的回报率。换句话说，公司每年 12% 的回报率部分派息，剩余部分被投资到公司中，再产生 12% 的回报率。

股票投资的吸引力取决于 12% 回报率的相对吸引力。20 世纪 50 年代和 60 年代早期，这一回报率非常具有吸引力，当时债券的收益率只有 3%–4% 。而且，投资者自己投资不一定就能得到 12% 的回报率。这一时期，股价远高于账面价值，由于投资者买入股票时支付了溢价，因此，其回报率低于公司再投资的回报率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



但是，就未分配利润的部分而言，投资者可以获得 12% 的回报率。事实上，未分配利润使投资者可以以账面价值去购买企业的一部分，在当时的经济环境中，其价值远高于账面价值。在这种情景下，现金红利的好处远小于未分配利润。实际上，投资者认为通过公司进行再投资可以获得 12% 的回报率，而且，这部分资金的占比越大，他们再投资特权的价值就越大，愿意为之支付的价格也越高。20 世纪 60 年代初，投资者不惜支付高价追捧位于成长地区的电力股，因为他们知道这些公司有能力将收益的大部分进行再投资。

如果在这一时期内存在一种收益率为 12% 的高等级不可赎回长期债券，其价格将会远高于面值。如果此时有一种更加神奇的债券，其大部分息票可以以面值自动再投资到类似债券，那么其溢价将会更高。本质上讲，留存大部分收益的成长股就属于此类证券。

当新增股本的再投资回报率是 12% ，而利率通常大约只有 4% 时，投资者将非常高兴，他们自然愿意支付更高的价格。

高通胀时代股票风光不再

1946-1966 年，投资者的平均收益都相当高，原因有三：第一，当时的公司股本回报率远高于利率；第二，公司将股本回报的一大部分进行再投资并获得了高回报率，通过其他途径很难获得这么高的回报率；第三，随着人们普遍认识到前两个优势，股价出现一定幅度的上涨。这意味着，除了最基本的 12% 回报外，投资者还获得了红利，例如道指的市净率从 1946 年的 1. 33 倍涨到 1966 年的 2. 20 倍。估值上升的过程中，投资者暂时获得了超过其所投资企业内在盈利能力的回报率。

到 20 世纪 60 年代中期，大型投资机构认识到了这一点。但是，就在这些金融巨头开始争相买入股票时，美国经济进入了通胀加速上升、利率升高的时期。估值上升的过程开始反转，这一点也相当符合经济逻辑。利率上涨降低了所有固定息票投资标的的价值。随着长期公司债券的利率上升（最终升至 10% 左右），股票的 12% 股本回报率和再投资收益都显得黯然失色。

人们认为股票比债券风险大，这一点无可厚非。虽然股本息票长期来看大致固定，但每年的确有波动。投资者的未来预期波动相当大。股票投资风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险较大的另外一个因素是其到期日无限长，因此，投资者期望股本回报稳稳高于债券回报。如果债券的回报率为 10%，那么，同一类型公司所发行股票 12% 的股本回报率就不能算作“具有吸引力”。随着股票和债券收益率差额的缩减，股票投资者开始寻求退出。

但是，股票投资者作为一个整体不能退出，所能做的是大量换手，产生大量摩擦成本，随后估值水平大幅下降，因为 12% 的股本息票在通胀环境中吸引力下降。过去 10 年中，债券投资者经历了一系列的冲击，在这一过程中，他们发现任何息票水平——不管是 6%、8% 或 10% ——都并非是注定的，债券的价格也会崩溃。

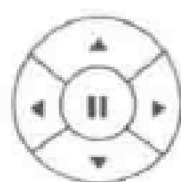
12% 的股本息票是否一定一成不变呢？是否存在什么规律和证据表明公司的股本资本回报率在通胀率持续攀升的环境中不能向上调整呢？

在通胀时期，公司提高盈利的五种方法都不再有效：（1）提高周转率，即销量与企业使用总资产的比率；（2）使用更便宜的杠杆；（3）使用更多杠杆；（4）降低所得税；（5）增加经营利润率。

周转率涉及应收账款、存货、机器厂房等固定资产。应收账款都与销量成比例增长，没有提高空间。长期来看，单位存货的趋势与单位销量相同，但短期内存货周转率可能因预期成本或瓶颈等因素而上下波动，但在通胀时期使用“后进先出”的存货估值方法有利于提高周转率。当销售额因通胀而上升时，使用“后进先出”估值方法的公司存货水平要么维持不变（单位销量没有提高），要么跟随销量增长（单位销量提高）。但无论如何，金额周转率都会上升。就固定资产而言，只要通胀率上升，首先的结果便是提高周转率，这是因为销量会立即反映新的价格水平，而固定资产账面上只能缓慢变化。也就是说，随着现有资产报废并且以新价格重置时，才能反映在账面上。很明显，公司的重置过程越缓慢，周转率提高的幅度就越大。但是，当公司的重置周期完成后，周转率将不再上涨。假设通胀率稳定，销量和固定资产将开始与通胀率同步上升。

总的来说，通胀会导致周转率在一定程度上上升，但空间是有限的，其幅度不足以导致股本资本回报率的大幅上升。1966－1975 年，尽管通胀率加速上升而且公司广泛使用“后进先出”的会计方法，《财富》500 强公司的周转率仅从 1.18 上涨至 1.29。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



使用便宜的杠杆是否能带来股本资本回报率的增加呢？不大可能，因为高通胀率通常导致借贷成本增加，而非减少。通胀率飙升导致资本需求飙升，由于出借人对长期贷款越来越谨慎，贷款条件越来越苛刻。但是，即使利率不会进一步上升，杠杆也会变得更贵，因为公司账面上债务的平均成本小于替代成本。现有债务到期后，需要被替代。整体而言，杠杆成本未来的变化对股本回报可能产生轻微的抑制作用。

那么，使用更多的杠杆呢？一般来说，美国的企业都是尽可能地使用杠杆。1975 年之前的 20 年间，《财富》500 强公司股东权益在总资产中的比重从 63% 下降至不到 50% 。换句话说，每 1 美元股本资本所使用的杠杆比以前更大。

然而，在通胀环境中，许多公司未来似乎肯定会通过增加杠杆来提高股本回报率。管理层会这样做，因为他们需要大量的资本（尽管通常业务量没什么变化），他们希望不需削减派息或发行新股便能够获得大量资本，因为在通胀环境下发新股的吸引力并不大。因此，他们的自然反应便是不计成本地大举借债。

但是，在对提升股本回报率的作用方面，以目前利率增加贷款与 20 世纪 60 年代早期利率为 4% 时相去甚远。更糟糕的是，负债率上升还会导致信用评级被下调，导致利率成本进一步上升。

降低公司所得税似乎也不大可能提高股本资本的回报率。在美国，普通投资者所持有的股票是 D 类，A、B、C 类分别被联邦政府、州政府和市政府持有，代表的是其征收所得税的权利。虽然这些“投资者”不会占有公司资产，但他们在公司收益中分得一大部分，包括未分配利润导致股本增加所产生的收益，而这部分收益本该归属 D 类股东。

A、B、C 类股票还有一个显著的特点：只要任何一类“股东”进行单边投票，那么，他们在公司收益中占有的份额会立即大幅增加，而且不需付款。例如，对 A 类股票持有人（联邦政府）而言，只要国会采取行动即可。更有趣的是，有时某一类股票持有人会投票追溯提高其占有企业的份额，1975 年纽约的公司就出现过这种情况。每当 A、B、C 类“股东”投票提高其在企业中占有的份额时，剩余归属普通投资者的部分就将下降，而 A、B、C 类股票控制人不可能会投票降低其份额。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在提高股本回报率的五种方法中，最后一种是提高经营利润率。乐观派认为可以通过这种方法大幅提高股本回报，而且也没有证据显示这种观点是错误的。但是，在销售成本中，劳动力、原材料、能源和各种除所得税外的其他税种在通胀环境中是不可能下降的。

而且，统计数据也不支持"通胀时期利润率扩大"的说法。1956—1965年，通胀水平相对较低，联邦贸易委员会（FTC）每季度报告的制造业公司平均每年税前销售利润率为8.6%。1966—1975年，平均利润率是8%。换句话说，通胀率大幅上升，公司利润率还是下降了。

如果企业能够按照重置成本定价，利润率在通胀时期将扩大。但是，一个简单的事实是，大多数大型企业的市场影响力得到人们普遍认可，但它们未能按重置成本定价。重置成本会计方法表明，过去十年公司利润在大幅下滑。

决定未来收益的三个因素

尽管股本回报率总是维持在12%左右，但投资者仍希望在未来能够取得良好的回报。这一点也无可厚非，毕竟，很长时间以来，很多投资者的收益都不错。但未来收益将取决于三个变量：账面价值和市场价值的关系、税率和通胀率。

就账面价值和市场价值之间的关系来说，当股票价格一直等于账面价值时，一切都非常简单。如果股票的账面价值是100美元，平均市场价值也是100美元，企业12%的收益将为投资者带来12%的回报（减去摩擦成本）。如果派息率是50%，投资者将获得6美元的股息，并且从企业账面价值增加中获得另外6美元，这6美元自然会反映在该投资者所持股份的市场价值中。

如果该股票的价格是账面价值的150%，整个情况就变了。投资者同样将收到6美元的现金股息，但其回报率只有成本（150美元）的4%。企业的账面价值同样也将上升6%至106美元，该投资者所持股票的市场价值也上升6%至159美元。但是，投资者的总回报——包括股票升值和股息——只有10%，低于企业原本12%的回报率。

当投资者以低于账面价值的价格买入股票时，这一过程正好相反。比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



如，如果股票价格是账面价值的 80%，假设收益和派息率与上面相同，那么，股息收益率将为7.6%（6/80），股票升值6%，总回报为13.5%。换句话说，折价买股的回报率要高于溢价买股，这是常识。

“二战”后，道琼斯工业指数的市场价值在1974年最低，仅为账面价值的84%，1965年最高为232%，大多数时间，这一比率高于100%。假设未来这一比率接近100%，这意味着股票投资者将获得企业全部12%的回报率，至少含通胀、含税的收益率为12%。

那么，税收对12%回报率的影响有多大呢？对个人投资者而言，假设联邦、州、地方政府的股息所得税之和平均是50%，资本利得税为30%。进一步假设股本回报率为12%的公司派发5%的现金股息（税后为2.5%），剩余7%为未分配利润，未分配利润导致市场价值相应增长（扣除30%的税后为4.9%）。那么，税后回报率为7.4%。因此，对个人投资者而言，股票等同于回报率为7%的免税永久债券。

那么，未来的通胀率究竟会有多高呢？关于这个问题，没有人知道答案。但是，许多迹象似乎不利于稳定物价：目前通胀是全球性的，社会中的大集团倾向于运用其影响力来转移而非解决经济问题；政府总会尽量推迟问题（如能源问题和核扩散）；美国的政治制度让那些能够产生短期利益的人连任，最终将使长期问题复杂化。

政府官员通常强烈反对通胀，但同时又强烈赞成那些能够产生通胀的政策。但是，这种自相矛盾导致他们脱离实际。

人们对未来通胀率的讨论通常局限于探讨货币政策和财政政策的细微之处。这些是决定通胀公式具体结果的重要变量，但从本源上讲，在和平时期，通胀是政治问题而非经济问题，人的行为而非货币行为才是关键。试想一下，如果让每位政治家在下一次连任和下一代福利之间选择，结果是不言自明的。

未来，通胀率将维持在7%左右，而包含通胀和税收影响在内的回报率为12%，税后含通胀回报率为7%，扣除通胀及税收的影响后，回报率接近于零。

普通股东持有的美元计价金额将增加，但购买力没提高。弗兰克林的名言“省一分钱就相当于挣了一分钱”已过时，弥尔顿·弗里德曼的“把资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本消费掉和进行投资是一样的”才更合潮流。

计算结果表明，通胀的破坏性比任何税种都大，它会吞噬资本。当存款利率为5%时，储蓄者在零通胀期缴纳100%的利息收入所得税，与在通胀率为5%时不缴纳所得税完全一样。不管是哪种情况，储蓄者被“征税”的结果都是没有任何真实收入。

未来十年，如果股本息票的回报率为12%、派息率为40%、市净率保持在目前的110%，道琼斯工业品指数将翻番。

投资者可能会认为，不管在未来投资环境中面临什么样的困难，他们总会努力为自己交上一份优异的投资答卷。然而，他们成功的可能性并不大；当然，投资者整体根本不可能成功。

即使养老金、大学捐赠基金等所谓的免税投资者也逃脱不了通胀税。如果7%通胀率的假设正确，那么，大学捐赠基金应当把每年收益的前7%仅仅视作对购买力的补充。捐赠基金的回报率如果低于7%，他们实际上什么也没挣得。如果通胀率为7%、整体投资回报率为8%，那么，这些自认为免税的机构实际上支付了87.5%的“所得税”。

高通胀转移富裕股东财富，但工人福利改善潜力不大。员工薪酬已经是派发股息金额的28倍，而且，股息中的大部分流向了养老金、大学等非营利机构以及不富裕的个人股东。在这种情况下，如果将富裕股东的全部股息转变成工资，那么，实际工资增长的幅度仍小于过去一年从经济增长中可获得的工资增长。因此，通过通胀对投资收益的影响来减少富裕群体的收入甚至连短期的实质性帮助都不能提供给不富裕群体，其经济福利随着通胀对经济的普遍影响起跌，且负面影响的可能性更大。

要想产生更多的经济福利，就需要大幅增加实际资本，并且投资在现代生产设施中。如果不能持续创新，并在行业范围内运用昂贵的新资本资产，那么，更多的劳力、消费需求和政府承诺带来的只不过是更多的失望。

虽然通胀可以影响实际资本积累，但会导致公司在派息后缺乏业务扩张所需的资金。假设股本资本的回报率同样为12%，并且一半的盈利以股息形式派发出去，剩余6%作为未来增长的股本资本。如果通胀率低（假如为2%），公司增长的很大一部分是实物产出的真实增长。在这种情况下，为了重复今年的实物产出，第二年投入到应收账款、库存和固定资产的资金必须

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



增加2%，这样只剩下4%投资于实物产出的增量部分。也就是说，2%为虚幻金额增长提供资金，反映的是通胀；剩余4%为真实增长提供资金。如果人口增长1%，那么，实际产出增加4%带来人均净收入增长3%，这也正是美国过去若干年人均净收入增长的基本状况。

进一步假设通胀率是7%、派息政策和杠杆率保持不变，那么，考虑通胀成分后，剩下的实际增长为零。12%的盈利中一半用于派息，剩下的6%全部用于为维持上一年的业务量而增加的资金。

许多公司在正常派息后实际上没有留存盈利为业务扩张提供资金，很多管理层都纠结于如何在降低分红的同时又不会惹怒股东？电力行业的做法或许能给某些管理层提供一个参考。

近年来，电力行业分红能力甚微，甚至没有。换句话说，如果投资者同意购买股票，他们就可以用发行股票的收益进行派息。1975年，电力行业支付普通股股息33亿美元，要求投资者返还34亿美元，这样得以避免重蹈Con Ed公司的覆辙。1974年，Con Ed公司直接告诉投资者无力派发股息，其坦率但不明智的做法导致其股票在资本市场上一塌糊涂。管理层非常优秀的公用事业类公司会维持甚至增加季度派息水平，然后要求新老股东出资。有些公用事业公司的方法更妙：公司宣布派息，股东缴税，然后迅速增发新股。这一过程中，没有现金换手。

随着企业努力应对实际资本积累问题，预计这种削减派息的方法将会被更广泛地使用。但是，控制股东并不能完全解决这一问题，因为7%的通胀率和12%的回报率导致用来满足公司未来真实增长所需的现金流减少。因此，随着传统的私人资本积累方法在通胀面前不适用，政府将越来越多地试图影响行业的资本流入。

总之，随着时间的推移，可能会出现更多关于投资不足、滞胀以及私人领域不能满足需求的故事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

42 乔治·索罗斯：先投资，后调查

乔治·索罗斯本名杰尔吉·施瓦茨，匈牙利出生的美籍犹太裔商人，著名的货币投机家、股票投资者、慈善家和政治行动主义分子，历任索罗斯基金管理公司和开放社会研究所主席，曾任外交事务委员会委员。

在格鲁吉亚的玫瑰革命中，索罗斯曾扮演重要角色；在美国，他曾经募集大量资金，试图阻止乔治·布什连任。

2011 年 7 月 27 日，索罗斯宣布，结束长达 40 年的对冲基金经理职业生涯。

哲学起家

当时伦敦还没有从二战的创伤中复原，工党政府以新的福利国家重塑英国，马歇尔计划的援助加快了欧洲的重建。

1949 年，乔治·索罗斯前往英国，就读于伦敦政治经济学院。在伦敦政治经济学院，最让索罗斯深受启发的是奥地利哲学家卡尔·波普尔，他认为人类无法知道真理，能做的最多就是通过不断地实验和犯错来摸索、接近真理，这一观点对索罗斯有明显的吸引力，因为这暗示着所有的政治教条观点都是有缺陷的。

波普尔的杰作《开放社会及其敌人》让索罗斯确立了自己的毕生梦想，即献身于哲学。同时，哲学思想也给索罗斯指引了一条看待金融问题的独特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



思维方式，他将自己创立的慈善机构命名为开放社会研究所。

从伦敦政治经济学院毕业后，索罗斯于1956年前往纽约，目的只不过是在华尔街挣够作为一名哲学家所必需的费用，但他很快发现自己非常擅长投资。到1967年，他已经成为著名华尔街经纪公司阿诺德－布莱施洛德的研究组组长，这是一家专攻欧洲股市的公司。

在认识了对冲基金的鼻祖阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯公司的部门管理人员后，索罗斯于1969年推出了自己400万美元的多空选股基金，即双鹰基金，挂靠在布莱施洛德公司名下。

当时，索罗斯已经融合了波普尔的思想及自己的金融知识，形成了所谓的“反馈”理论。正如波普尔所指出的，上市公司的详细情况太复杂，非人力所能及，因此，投资者更依赖于接近现实的猜测和捷径。

但是，索罗斯意识到，这些捷径也能改变现实，因为看涨的猜测将推动股价上升，从而使公司以低成本筹集资金、提高绩效。

由于这种循环，确定性更加不可能，因为人们无法明确地感知现实。但最重要的是，现实本身也受不明确看法的影响，而这些看法本身还在不断变化。索罗斯得出了与有效市场理论截然不同的结论。

对于波普尔的信徒来说，有效市场理论忽略了人类认知的最基本局限。

索罗斯的哲学思想影响了其投资方式，例如在1970年的投资笔记中，索罗斯曾以明显的反馈术语来解释房地产投资信托基金的运作：“证券分析的传统方法是设法预测未来的收入，但就投资信托基金来说，未来的收入取决于投资者对他们本身的预期。如果投资者看好，他们将支付溢价给成功的信托基金股份，并注入低成本的资金。低成本资金会增加收入，这反过来又加大了成功的可能，从而说服其他投资者支付更高的溢价投资这个信托基金。”

索罗斯坚持认为，成功投资的诀窍就是不注重收入的预期，也不注重改变投资者预期的心理，而是注重两者之间的相互作用，预测其中一个会带动另一个，直到信托基金被彻底高估，崩溃将不可避免。事实证明，房地产投资信托基金遵循了索罗斯预期的从繁荣到萧条衰败的过程，他的基金在房地产投资信托基金繁荣时赚了大钱，而另一只则在其崩溃时赚了钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

顿悟

1973 年，索罗斯成立了自己的公司，并有了自己的分析师吉姆·罗杰斯，他继续寻找可能逆转的不稳定均衡。例如，他看到放松金融管制正在改变银行业的游戏规则，并从银行股上赚了一大笔；他发现 1973 年的中东战争改变了国防业，预测五角大楼将很快说服国会追加投资，于是他大量投资国防类股票。

当索罗斯意识到游戏规则改变时，他会大胆买入。在认为军事开支将上升后，他成为国防承包商洛克希德公司最大的外部股东。而且，他愿意在确定其观点正确之前就孤注一掷，因为他相信完美的认知是不可能的，所以，没有必要追究细节，例如他曾经因为看到英国政府援助劳斯莱斯的计划，就大胆买入英国政府债券。索罗斯的座右铭是："先投资，后调查。"

索罗斯的对冲基金 1978 年更名为量子基金，截至 1981 年初已积累了 38100 万美元的资产，几乎是其初始资本的 100 倍，他本人也积累了价值 1 亿美元的个人财富。

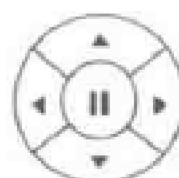
但是，索罗斯并不快乐。一个投资者如果要成功，就需要关注市场，这种关注可能很强烈。如果索罗斯认为市场随时可能对自己不利，他会顺应自己的生理信号，卖出所持有的股票。投资活动消耗了索罗斯所有的时间和精力，他认为自己是一个为了胜利而牺牲了一切个人生活的拳击手，他把自己比作一个体内寄生着无情膨胀基金的病人。

在接连成功之时，索罗斯开始重新思考生活的重心。1980 年，他解聘了脾气暴躁的吉姆·罗杰斯，他认为吉姆并没有帮自己分担工作，这让索罗斯感到失望，他开始寻找可以委以重任的新合作伙伴。由于分心经营，他的投资业绩剧烈下滑。

1980 年量子基金的回报率超过 100%，次年却亏损 23%，这是其首次亏损。由此索罗斯遭遇挤兑潮，他管理的资本由 4 亿美元减为两亿美元。1981 年 9 月，索罗斯把剩下的资金委托给其他投资者，他退出投资市场开始休假。

当索罗斯于 1984 年回归时，他找到了一种平衡。在此之前，他一直偏执，如果他不再偏执，业绩就将受到影响。但在他遭遇中年危机的那段时间

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



里，心理学家帮他摆脱了一些心魔。他承认他的成功，并允许自己放松，他知道这样做可能是杀鸡取卵，更知道不这样做即使成功了也毫无意义。他放弃了以前那种凭借本能来运作基金的方式，他将这种改变比作一次痛苦的手术。索罗斯回忆说："从某种意义上说，那些纠缠我的心魔一经自我剖析就烟消云散了。"

从 1985 年 8 月起，索罗斯一直坚持做投资笔记，希望这种做法可以提高判断力，由此而产生的"实时实验"密集、重复，而且充满了对始终未实现情况的深刻反思，这也是一个对工作中的投机者的真实写照。

做空美元

索罗斯将对美元的赌注称之为"生命中的巨大成功"。

索罗斯已不再推崇华尔街流行的选股方法，对反馈循环的专注使其广泛地思考各种机会。索罗斯不再冀望于了解几只股票的全部情况，只希望预测到一些小的变动，对很多事情都知道些皮毛，这样就可以在大变动发生时抓住机会。

20 世纪 80 年代，布雷顿森林体系崩溃后的浮动汇率为索罗斯提供了机会。当时的观点是，美元的价值是基于交易者的看法，而索罗斯相信这些看法是有缺陷的；此外，由于这些看法可能随时逆转，美元价值将急剧变动。

这并非货币市场的传统观点。20 世纪七八十年代，大部分经济学家都认为货币市场和资本市场一样会趋于有效率的均衡。如果美元被高估，美国的出口将受到影响，而进口将会增加，对美元的需求减少会降低美元的价值，减小贸易赤字，直到系统达到平衡。而且，在传统的观念里，投机者不能破坏这一进程，如果他们准确预期了汇率的未来走向，只是在加速到达均衡点；如果他们判断错误，到达均衡点的过程会减缓，但这种减缓不会持续，因为投机者会亏钱。

索罗斯认识到，均衡理论无法解释实际中的货币变动。例如，1982-1985 年间，美国贸易赤字持续增长，这意味着对美元的需求疲软，但此期间美元却在升值，其原因是投机性资本的流入推动了美元上升，而这些投机资本的流动往往是自我强化：当热钱流入美国，美元升值，而美元的升值又吸引了更多的投机者，使汇率更加远离均衡点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果投机者是决定汇率水平的真正力量，那就意味着货币永远会表现出先繁荣后萧条的过程。在这一过程的第一阶段，投机者会形成一种普遍的偏见，而且这种偏见会自我强化，推动汇率一步步远离贸易均衡所需的水平。

汇率偏离得越远，就有越多的投机者觉得自己没错，而贸易就会更加不平衡。最终，巨大的贸易不平衡压力将压倒投机者的偏见，情况将发生逆转，投机者会来个 180 度的大转弯，然后相反方向的新趋势会显现。

1985 年夏天，索罗斯的问题是如何判断美元反转的时间。同年的 8 月 16 日，他怀疑这个时刻马上就要到了。里根总统在第二任期开始时重组了管理队伍，而新团队似乎决心令美元贬值以减少美国的贸易赤字。从相关度来说，根据基本面可以得出同样的结论，利率下降使持有美元的投机者无利可图。如果政治措施和低利率共同作用，哪怕使一部分投机者放弃美元，货币升值的趋势也可能突然逆转。在第二个阶段，所有想要持有美元的投机者都已经持有了，市场几乎已经没有了买家，所以，只需要几个卖家，就可以使市场逆转。

索罗斯为这个逆转是否即将到来大费周章。如果美国经济增长加速，利率上升，美元反转的可能性会减小。另一方面，如果银行开始收缩信贷，抵押品价值下降及减少信贷的信息反馈回来，在银行领域出现的问题就会减缓经济增长并推动利率大幅下降。反馈理论让索罗斯认为自我强化的金融混乱风险特别严重，所以，他倾向于赌美元贬值；另外，某些技术指标也指向这个结论。在综合考虑了经济学的准科学、反馈的准哲学以及图表的准心理学论断后，索罗斯决定做空美元。

尽管心有疑虑，索罗斯还是果断建仓。截至 1985 年 8 月 16 日，量子基金有价值 7.2 亿美元的相对贬值货币，包括日元、德国马克和英镑，共耗费了 7300 万美元的保证金，该持仓量超过基金的所有股权资本，风险惊人，此时索罗斯已经基本上抛弃了对冲基金真正功能为套期保值的观点。

三周后的 9 月 9 日，美元因为一系列乐观经济指标而升值，量子基金损失 2000 万美元。索罗斯继续将重点放在薄弱的银行系统上，技术分析暗示美元汇率的拐点即将到来：德国马克似乎遵循着某种模式，暗示它即将大幅升值。然后，索罗斯进行了更进一步的分析，认为即使经济形势好于预期，利率也可能会维持在低水平，因为美联储肩负着银行监管的责任，不愿意提

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



高利率，摇摆不定的放款人最不想看到的就是资本成本的提高。此外，里根政府决心严格控制财政赤字，缓解通货膨胀压力。权衡利弊之后，索罗斯决定坚守，不过如果市场更加不利，他将放弃一半。

索罗斯的投资决策往往是险中取胜。事实是，市场至少在一定程度上是有效的，所以，大多数信息已经反映在价格中，投机的艺术就是看到其他人忽略的一个点，然后利用那点小小的优势大量交易。索罗斯往往寻找证据，形成论点，然后却摇摆不定，午餐时客人随口说的一句话可能对他有决定性的影响，他可能猛地从座位上站起来，让交易员改变投资方向。索罗斯坚持做空美元的决定就是生死攸关的情况之一。如果刚开始亏损后稍一犹豫，他的人生就将改写。

索罗斯没有犹豫。1985 年 9 月 22 日，美国财长詹姆斯·贝克和法国、西德、日本以及英国的财长共同承诺协调干预货币市场，促使美元下跌。“广场协议”的消息使索罗斯一夜之间获取了 3000 万美元的利润。第二天，日元对美元上涨超过 7%，是历史上的单日最大涨幅。

索罗斯的成功有幸运的成分。他预想到里根政府希望美元下跌，但他不知道当局如何操作，也不能预知广场上的会议。然而，在“广场会议”之后发生的事情却和运气一点关系都没有，只是让索罗斯成为一个传奇。索罗斯没有将他在做空美元上的利润兑现后吃老本，而是更多地买入。美元的反转终于到来，他所深谙的反馈循环都暗示美元最初的下降仅仅是一个开始。

“广场会议”是在纽约时间的星期日结束，那时在亚洲已经是星期一的上午了。索罗斯立即指示经纪人买入更多日元，他认为世界上几个发达国家的政府都透露了美元贬值的意向，“广场协议”已经发出了信号，那他为什么不能大量买入日元？接下来的几天，索罗斯继续买进。

到了 9 月 27 日，索罗斯共持有价值 2.09 亿美元的日元和德国马克，另外还有 1.07 亿美元的美元空头，其风险在于“广场协议”中没有关于如何采取行动的任何细节，而且其效力还要取决于各国政府是否遵守承诺采取具体措施。不过，索罗斯在华盛顿、东京和欧洲的政治关系网比其他任何纽约的基金经理都大，而他的网内人士劝他相信“广场协议”是真的。到 12 月初，他又买入了价值 5 亿美元的日元和德国马克，同时增加了近 3 亿美元的美元空头。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1985年12月，索罗斯完成了实战的第一阶段，该阶段是从美元即将贬值的假设开始，到最终这个理论确认的时期。他不停地猜测银行体系会崩溃，结果证明这只是个障眼法而已。他承认："我的预测的突出特点是，我一直在期待着没有实现的事态进展。"

但是，与所取得的决定性成功相比，这个预测错误不值一提。索罗斯知道，美元走高的第一决定因素是人们对美元的走势捉摸不定，这种突然逆转一触即发。因为他清楚美元系统的不稳定，所以，他比其他人更快地明白"广场协议"的意义。"广场协议"就是触发剂，不管新政策的具体内容是什么都无所谓。新政策的突然推动引发了一个新的趋势，这个趋势现在可以依靠自身发展而延续下去。

根据"广场协议"进行的交易所带来投资回报是惊人的。从8月开始后的4个月里，索罗斯的基金价值增长了35%，产生了2.3亿美元的利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



43 时效，卖出比买入更重要

以下三项有关出货原则的调查，对象是参加 CFA 年度会议的基金经理，如果您的答案与大部分人相同，希望能引起您的一些思考：

一、如何形容自己的卖出或者出货策略？46% 的受访者选择“综合分析与判断的结果”，25% 的受访者选择“权衡战略与市场机会”，只有 29% 的人选择“完全按照设计的原则操作，参照研究成果等其他客观性标准”；

二、该项策略是如何形成的？39% 的受访者选择“根据多年的经验与误差”，13% 的人选择“关键策略师从前辈”，20% 的人认为来自“通过对各项策略在市场表现的观察”，只有 28% 的人选择“基于全面研究以及回测”；

三、你如何确信该项策略的可行性？60% 的受访者认为，通过基金业绩或者回报来评价卖出正确与否再正常不过。

四步走模型

我认为应该根据四步走的影响力模型确认组合经理的卖出理论与实际操作情况究竟哪一点对最后的结果影响更大：

第一步，首先划定哪些投资行为作为分析研究的对象。对多头来讲，主要是买或卖；对空头来讲，则是做空或者补仓。这些行为有连贯性，而且具备至少一项共同特点，但观察期应为三年或者以上，因为分析投资行为重点是投资决策、持仓数量、年资金周转率对其影响以及平均持股年限等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二步，在分析既定的资产组合之外，另建一个调整后的组合。该组合记录基金经理的策略、风格、实际买卖行为，但不进行分析。这样做可将第一步中行为对业绩的影响分离出来。

第三步，按时间段计算调整后的组合与实际组合之间的差距，其中回报率的差别用来分析上述行为的影响，其他差距，如年化回报率、alpha、资金周转率、信息比率、其它业绩指标等可用来对调整后的组合与实际组合进行比较。

第四步，选出非优化行为进行剔除。此类行为应至少具备以下两点：(1) 两个组合差距中的年化四项（标准的四项风险模型，即市场、成长与价值、规模、人气），alpha 与回报率远远为正（大于50 个基点）；(2) 四项 alpha 数值上远高于基准值（小于 5%）。

该模型的创建者认为，正是基于标准风险模型的四项指标，使用者可以不必担心因市场周期不同而导致被测试对象的投资风格迥异。该模型体现的是连贯的，而非一时市场情况下的行为分析。

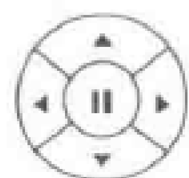
出货策略

出货策略的缺失必将对投资回报造成损失，只是多少的问题。卡波特（Cabot）研究所一直致力于金融行为方面的研究。该所给出这样一个案例：有一只 15 亿美元的小规模基金，多年来年化收益率达到 13.09%，超出基准 500 个基点。

但是，卡波特的研究却表明，如果不是过早、过快地将手中的黑马股撤手，该基金本可以再多赚 200 个基点。卡波特研究所的执行主任 Erbolini 在分析这家基金案例时指出，这的确是一只“伯乐”团队，他们总能够发现高成长的公司，但却过早地放手，比组合中的其他品种平均快一倍（这些黑马股的持股时间为 12 个月，而其他品种为 24 个月）。更要命的是，他们完全没有意识到这种现象的存在。哪怕再坚持 3 个月，每年至少可以多赚 100 个基点，这就是被称之为“倾向效应”的一种带有偏见的投资行为，意图就是锁定利润、避免损失。

Erbolini 还指出，“由于基金经理希望购买新的品种，而持股限制为 50%，所以，他们就更加迫不及待地购买新的热门股，锁定当前的利润。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



幸好对这只基金而言，过早出手的后果只是没有能够锦上添花，而不是扭转败局。卡波特的研究建议基金经理们能够通过卖出举动将买入时的优势或利润最大化，最简便的方法是避免将手中最赚钱的股票过早地抛尽，而尽量让其与组合中其他品种的平均持股时间一致。此举不仅能够提高收益，还可降低资金的年周转率。

偶然？必然！

对于机构投资者而言，成败与否的关键在于他们是否言行一致，即将其宣称的理念体现在投资行为中。加州大学商学院的奥登教授阐释道，“你的任何买卖交易都应该体现并建立在你的优势之上，反之则会拉低你的业绩。如果你的交易行为不是你的专长所在，那么，任何方法、任何信息都很难扭转败局，你将丧失良机。虽然并不是所有这些带有偏见的投资行为都会导致亏本，但至少它们会分散你的注意力。”

阿伦（CFA）开发了名为市场动态的投资走势系统，他反驳了现在商学院摒弃技术的风气，认为“虽然基本上大家都认可市场的不可预测性，但基金的业绩，特别是优异的业绩，一定不是偶然产生的，而是必然的结果，因此，通过技术走势分析应该何时卖出是有意义的。正是由于基金经理缺少明确的卖出策略才导致业绩欠佳。”

另外，对于股价表现弱于大盘以及导致投资亏损的品种，基金投资者也往往在出货时未能严格贯彻预定策略。对于表现弱于大盘的股票，基金经理为了向自己的客户强烈推荐，势必会做出某些承诺，而操作过程中难免受到这些承诺的影响。

至于令基金亏损的股票，困扰经理们的不仅仅是人类顽固以及不轻易言错的惯性，恐怕还有其他的原因。行为金融学发现，绝大部分投资者情愿与自己的损失赌一把，这样的结果往往是损失越滚越大，最后变得不可收拾。

解决方案

那么，行为金融学真的能够帮助基金经理更好地做出决策、提高业绩吗？加州圣塔克拉拉大学的希芬教授认为，答案是肯定的，“行为金融学不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是告诉你遍地都是黄金，但是，的确有些重要发现可以帮助我们了解市场人气是怎样形成、逆转形势中的表现以及人们为什么不愿意抛出赔钱的股票等。对于从事理财行业的人来说，这些是很实用的。20 世纪七八十年代的有效市场理论认为市场总体是有效的，但大家更愿意相信市场不总是有效的，而我们完全可以获得超额利润。这也是基金经理和操盘手们越来越热衷于行为金融学的原因。”

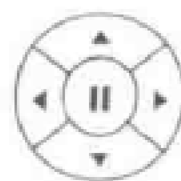
但是，理论本身解决不了任何问题，一位致力于帮助投资公司利用企业文化来达到顶峰的专家这样说道，“要避免犯行为金融学中指出的错误，需要一个公司的文化是自知的，也就是基金经理要善于反省，扪心自问，‘我现在在做什么，我为什么要这样做，如果我要卖出这只股票，我的真正动机是什么，是一时冲动，还是经过缜密研究?’根据我的经验，很多投资界的人士并不是很善于反省。”

此外他还发现，很多公司经常自己把自己套住，“比如很多公司认为，凡是推荐股票就一定要坚决买进或者卖出，但是，目前尚无证据表明在选股能力中，坚定的信念是重要的可信度指标。尽管随着研究员掌握的信息越来越多，他们对某只股票的把握越来越大，但这实际上并不带来增加的价值，也就是说不能提高研究员选股的能力。相反，所谓更加坚定的信念恰恰是我们在决策过程中竭力要避免的。”

作为一家投资公司，为了避免在出货时犯错误，应该仔细审核其投资理念与过程，每一步过程、每一次操作都应该体现公司的投资理念。大家不仅要了解为什么出错，更要深究其根源。表面看起来基金经理或者操盘手完全按照既定原则，其实他们已经偏离了当初设计的卖出原则。专家给出的建议是公司要主动探究基金经理的决策过程，而不是遮遮掩掩，要关注问责制，而不是一味地责怪。开诚布公的公司所作出的决策往往更加有效。

另外一点可供借鉴的是一个公司是否具备学术上的好奇心。很多时候，人们犯错是因为他们情愿做对，也不愿表现出好奇。很多投资界人士错就错在墨守成规，还记得巴菲特的那句名言吗，“我和我的伙伴最喜欢的一件事就是批驳我们最钟爱的理论。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



真理未必在多数人手中

在上述针对参加CFA年度会议的基金经理的调查中，总共71%的人都认为自己的卖出策略属于判断型，虽然很难判断这些判断是如何做出的，但毫无疑问有经验主义的成分。这些基金经理借助经验做出决策，往往下意识地使组合受到影响。

区分有意识与下意识的决策十分重要。卡波特的研究指出，有些潜意识作出的决策经常会出现在组合操作中，可基本归类为：倾向型（对涨势好的股票出手比较快）、禀赋型（有些筹码拿在手里，就是不出）、虚拟型（再次投资某个品种时，依照过往经验），当然，还有过度自信型。这些下意识表现为，在作出有意识的决策前先入为主。专家给出的建议是，首先通过我们上面提到的模型，找出并量化买入或卖出的行为，进而找到可以改进的地方，也就是那些影响行为的因素。

关于该项策略是如何形成的？3/4的受访者认为，他们的卖出策略来自学习或者观察的经验，也许是某位老总推崇的方法，或者是基金经理经过三四只品种的心得。在以上无论哪种情况下形成的卖出策略，大部分都会加大认知错误或者偏见的风险。当然不可否认，有些经验是有意识的、合理的，比如在一只股票跌至买入价九成以后进行止损等。

同时我们注意到，在组合经理的操作中记忆也扮演了很重要的角色，这种对以往某项非常成功策略的依赖往往适得其反。记忆并不是我们想象中的文件夹，随时打开，取出便用。它在大脑中以很多碎片的方式储存着，当我们找寻记忆时，这些碎片便重新组合，形成我们印象中的记忆。研究表明，我们每次回忆起某件事情，总会有些许不同。如果我们回顾某件事时处于完全不同的心态，那我们的记忆也可能迥然不同。记忆的另一大弊端就是不完整性。比如，一位基金经理非常得意一笔为其赢得30%回报的交易，那么，我们不禁要问“那后来呢?”我们不愿意回忆是因为我们不想破坏自己的感觉。专家给出的建议是对基金经理的卖出行为进行分析，形成科学的卖出策略，这样可以客观地帮助公司发现弱点、找出优势，而这些都是公司应该了如指掌的。

关于如何确信卖出策略的可行性？60%受访者认为，通过基金业绩或者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回报来评价卖出正确与否再正常不过，这可能有碍投资机构通过分析卖出行为，有的放矢，提高业绩。Erbolini 指出，“业绩是很重要，但是，好的收益不代表一切都是对的。”

案例

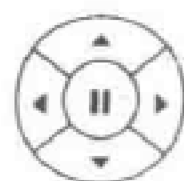
理论服务于实践。卡波特研究提出的模型在实践中的效果如何呢？该研究所曾为一只 100 亿美元的大基金提供咨询服务，该基金在四年半时间里年回报率达到 8.63%，超出基准罗素 1000 指数 140 个基点，同时赚得 55 个基点的 alpha。

卡波特研究发现，该基金曾经有一笔不应该进行的卖出操作，造成了 100 个基点 alpha 的潜在损失。在部分筹码振幅达到 2.7% 时，该基金以 -118个基点的价格出货，尽管在总市值中仅占 12%，但是，通过这一操作可以算出，该基金对短期振幅大的品种持仓期限是平均值的一半左右。该基金经理认为，自己完全按照风险控制要求操作，即当盈利超过一定比例出货，但如果将短期高振幅中赚钱的股票剔除掉，卡波特研究发现该基金出售的股票不仅包括其宣称的赚钱品种，还包括部分赔钱的品种。这些出货操作才是负 alpha 的罪魁祸首。一切水落石出，虽然基金经理认为，市场震荡不是导致其出货的理由，但是，该基金实际却以将近两倍的速度急于将手中短期振幅大的股票出手。卡波特研究建议这只基金将手中亏损的股票持有时间拉长些，尽管仅占卖出总市值的 9%，却可以将业绩提高 127 个基点，同时还能获得 126 个基点的 alpha。

结语

基金经理应该全面了解自己为什么会做出某些卖出的举动，“正如一家公司了解交易成本方可决定究竟应该更加激进还是保守。对卖出行为进行评估，可以使投资公司认识到该基金经理或者操盘手为公司带来的究竟是什么。这样的分析评估不是旨在改变基金经理的投资风格，而是希望任何一项交易能够真正体现公司的投资理念。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



44 拐点投资，机会无限

由于投资者担心 E-trade 公司的资产负债状况，其股价在 2007 年下半年暴跌 80% 。E-trade 从 Citadel 投资集团得到 25. 5 亿美元的现金注入后，公司股价持续下跌，难道是市场错了吗?

芝加哥财务咨询公司 Kaufman Hall 的副总裁阿努·鑫海（Anu Singh）表示，E-trade 的问题并非市场预料的那么糟糕，而且，通过 Citadel 的现金注入，问题就可以轻易得以解决。在鑫海看来，E-trade 是一个典型的例子，市场对公司困境做出了过度的反应，导致股价未能反映基本面。

纽约 Crystal 股票研究机构的德布·费卡思（Debra Fiakas）表示，E-trade的经验表明了为什么投资于拐点公司是创造强劲投资回报的沃土。她表示，对小盘股来说尤其如此，因为“小公司通常处于发展阶段，管理层有时做出错误的决策会使公司陷入困境”。

把握契机

投资于拐点公司时，投资者首先要了解的是公司的管理层、现金和资本结构，例如，曾经将公司置于困境的管理团队是否已经更换？更换管理团队是必要的，但投资者需要知道新的管理层是否有良好的历史业绩和领导能力，如激励别人的能力、此前在竞争对手公司任职期间的工作做法是否效率最高，如果具备这些条件，意味着公司有望很快会好转。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

随之而来的问题是，聘请一个能使公司扭转乾坤的专家是否为上策？因为，围绕其首席执政官阿兰·顿兰谱（Al Dunlap）的种种争议，至今人们对斯科特纸业（Scott Paper）仍然记忆犹新。企业转机经营顾问、哈佛商学院教授斯坦特·吉尔森（Stuarnt Gilson）认为，顿兰谱因为在斯科特纸业任期内大规模裁员而成为众矢之的；但是，当时斯科特纸业管理团队已经决定进行裁员，并且发现从外部聘请一个对公司员工尚未有深厚感情的经理进行裁员更容易进行。吉尔森认为，顿兰谱在斯科特的管理是有效的，该公司的股价几乎翻番。

Crystal 资本公司的中端市场经理科林·克洛斯（Colin Cross）表示："一个优秀的经理能够在健康的环境中经营，但是，救公司于水火之中需要的是不同的技能。"前不久，克洛斯刚刚从美国企业转机经营协会（Turnaround Management Association）主席的位子上退下来。

至于现金，克洛斯认为应该了解公司在未来 3－12 个月内获得贷款的额度。毕竟，公司一旦资金枯竭，下一步就可能破产，那么对于目前的股东来说无疑是灭顶之灾。

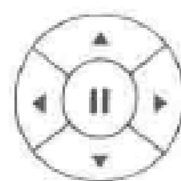
鑫海也注重现金，包括公司的现金流量、库存现金和现金/负债比例。"保健品行业每天的库存现金量都会非常大，"他表示，"如果从明天起收入来源被切断，公司能持续经营多久呢？了解公司能走多远，以及有多少种选择可以帮助公司渡过困境是至关重要的。"

鑫海关注的焦点还包括公司是否有足够的现金应付那些坚持要求现金偿还的债权人。"如果债权人试图根据契约或者违约条款要求公司偿还现金，"他问道，"公司是否有足够的现金去解除他们的担忧，同时保证充足的日常运营资本？"

至于资本结构，处于困境中的公司可能有多种债务（优先债务、次级债务、无担保债务等），因此，如果任何一个债权人开始怀疑公司的偿债能力，再造公司资产负债表就会非常困难。鑫海和吉尔森也都关注公司资本结构的复杂程度，吉尔森表示："当公司的资本结构一团糟时，很难在各利益关系方之间——尤其是在债权人中形成共识。"而鑫海则关注债权人和管理层能否就所需要采取的行动达成一致。

最后，吉尔森坚持认为，通常情况下，相对于那些股价主要依靠收入增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



长的情形，市场对涉及削减成本的企业改组反应更为积极。

定量和定性

大部分专家是通过研究公司的财务状况寻求转机机会，财务比率可以帮助他们辨认公司的困境从何开始。鑫海表示："通常，在刚开始出现困境时，为使公司能绝路逢生，公司已用大部分的现金来渡过困境，并且使尽浑身解数来应对债权人。"他分析杠杆和现金比率就是为了获取相关的信息。

费卡思注重的是公司将销售转变成现金流的效率。如果应收账款增速高于销售增速，公司就存在收回账款的问题，因为库存激增意味着产品在市场上的地位岌岌可危。费卡思也通过检索数据库寻找高市盈率的公司，因为高市盈率可能意味着公司已经扭亏为盈。

由于克洛斯强调资信状况，因此，他非常关注运营资本的组成，他会衡量公司获得贷款的能力，并且评估公司在贷款人中的声望。例如，高流动比率（流动资产/流动负债）可以帮助公司获得额外的流动性；此外，如果公司应付账款周转天数比竞争对手短，那么，贷款人可能愿意继续提供贷款，但是，克洛斯指出："如果应付账款超出行业一般水平，那么，贷款人可能停止发放贷款。"

而吉尔森关注的是劳动力成本、人均销售额和"销售、一般管理费用"（SGA）占销售额的比例，因为他想了解公司的成本结构是否太高。但是，他也表示："单独任何一项比率都不能反映公司的整体情况。"每个比率的重要性取决于行业和公司所面临问题的性质，而且只能在一定的背景下去理解。而且，数据会对分析过程形成制约。"数据就像交通警察，如果你冲昏头脑而加速，警察会制止你。"他说道。

费卡思对于频繁出现在小公司财务报表中的审计警告"存在担忧"通常不屑一顾，他认为，这些警告大多不过是陈腐的免责条款，这些条款在公司状况好转后仍会持续很长时间。

鑫海也同意审计警告通常是基于历史事实的，而没有太大的预测价值。他倾向于进行盈利能力分析（分析公司的客户账目来决定是否值得投资）。他指出："表现不佳的公司通常发现最重要的两三个客户恰恰是最不该与之做生意的客户。"因为大客户有能力与公司讨价还价，并迫使公司提供优惠

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的条款，结果往往成为公司不盈利的洼地。

克洛斯关注的是公司是否具有可防御的市场地位，例如高进入门槛或者公司提供的某种特殊产品能使它迅速扭转经营状况。同时，他也关注公司是否具有严密的内部控制，以将公司出现会计违规的可能性降至最低。

在美国企业转机经营协会颁布的“最佳转机企业奖”获奖企业中，一个持续的主题是员工对企业转机经营计划的支持。克洛斯表示，通常的做法是企业经理开诚布公、实事求是地同员工进行交流。“这种情况下，员工会承认问题并承担责任，这对于公司扭转经营是至关重要的因素之一。”

估值与择时

毋庸置疑，对一个没有收益、没有可计算市盈率并且未来现金流有巨大不确定性的公司进行估值是一种挑战，因为可能出现多个不同的估值结果。

吉尔森认为，其中一种方法是看企业价值，扣除负债后就可以得出公司的股本价值。当市盈率倍数为负时，企业价值/利润的比率可能是正的。对刚起步的公司进行估值采用的是类似的方法。这种情况下，分析师会寻找公司的拐点，在该点上，公司现金流或者息税折旧摊销前收益（EBITDA）由负转正，虽然按照通用会计准则（GAAP）计算公司的收益仍为负值。

吉尔森、鑫海和克洛斯同时也都关注同行业中的可比公司，他们将困境中的公司看做健康的公司，依据产能（如每座位飞行千米数、员工人数、医院床位）进行折算，从而发现问题所在。克洛斯认为，这种方法可以揭示公司恢复正常时盈利能够达到多少。

那么，投资者如何抄底处于困境中的公司呢？最好是观察公司状况是否真的有所好转，这种方法要求投资者在公司执行恢复重建计划时等待几个季度。当然，其风险是持观望态度的投资者可能错过一些股价上涨的收益。

一笔投资发生很长时间后可能仍然是“死钱”。费卡思的做法是，一直等到市场开始意识到公司开始恢复时才进入。“你必须非常注意历史交易模式，因为股价中包含了一定的情绪。”她说道：“阻力位很难突破，投资者想看到公司状况改善的证据。”可能要经过几个季度的持续改善，投资者信心才能恢复，股价会再次上涨。

归根结底，扭转公司经营状况类似于管理企业的其他方面。“你不能在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



每种情况下都机械地做同样的事情。”吉尔森表示。

因此，人们发现投资于正在出现转机的公司并非一门精确的科学，这一点并不足为奇。但是，分析师应该具有投资于此类公司的一定技能水平，或者干脆把这种技能留给顾问们去研究。此外，正如 E-trade 所显示的那样，不管是谁做分析，投资于出现拐点的公司几乎都不太可能会立竿见影地获得收益。

手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请
比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://ww

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 我的工作是阅读。　——沃伦•巴菲特

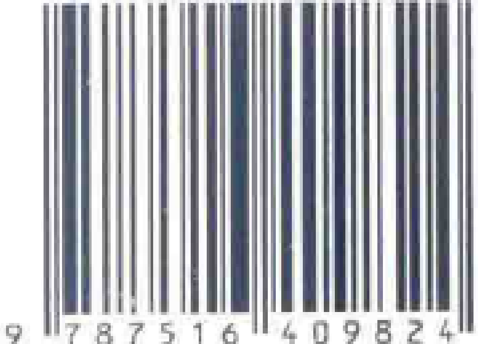
- 我认为我和巴菲特从一些非常优秀的财经书籍和杂志中学习到的东西比其他渠道要多得多。我认为，没有大量的阅读，你根本不可能成为一个真正成功的投资者。　——查理•芒格



为了确保资产管理经验的正确性、先进性和及时性，我们必须确保所选取的文章是出自世界最好的资产管理人之手，即我们认定的杰出投资者之手。我们对杰出投资者的定义非常严格：只有身居一线（即投资组合的真正决策人），有着长期（十年以上）良好投资记录，并且有自己独特且符合逻辑的投资理念者，才能被我们认定为杰出投资者。虽然这种严格的规定会让某些已经不在一线的投资大师（例如先锋基金的约翰•博格等）以及突然崛起的耀眼明星（例如大卫•保尔森）的言论不在我们的跟踪之列，但是我们相信，唯有如此严格，才能保障我们投资者看到的财经图书质量。

——证券市场周刊

ISBN 978-7-5164-0982-4



定价：58.00元